



אפריקה ישראל להשקעות בע"מ

פעולת דירוג | ספטמבר 2014

1

מחברים:

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

גבראל דרנוב - אנליסט
gabrieled@midroog.co.il

אנה אייזנברג - בן לולו, אנליסטית
anna@midroog.co.il

אנשי קשר:

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

אפריקה ישראל להשקעות בע"מ

אופק הדירוג: יציב	A3	דירוג סדרות כו, כז'
-------------------	----	---------------------

מידרוג מודיעה על העלאת דירוג סדרות אג"ח כו' ו-כז' שבמחזור, אותן הנפיקה אפריקה ישראל להשקעות בע"מ (להלן: "אפריקה השקעות", "הקבוצה" או "החברה"), מדירוג Baa1 באופק חיובי לדירוג A3 והצבת אופק יציב. כמו כן, מאשרת מידרוג דירוג זה להנפקת סדרות חדשות, בסכום של עד כ-750 מיליוני ש"ח ע.ג. אשר ישמשו לפירעון חובות של החברה (קרן וריבית). תמורת ההנפקה תופקד בחשבון נאמנות לצורך פירעון חובות קיימים. לטובת הסדרות החדשות החברה תשעבד מניות של חלק מחברות הבנות.

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 30.06.14 במיליארדי ש"ח***	יתרת שנות פירעון האג"ח
אג"ח כו'	6110365	מאי-10	מדד	7% ממוצע**	1.90	2015-2025
אג"ח כז'	6110431	ינו-13	מדד	6.10%	1.33	2015-2025
3.23		סה"כ				

* 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 כ-24% ממניות אפי פיתוח וכ-51% ממניות אפריקה נכסים

העלאת הדירוג וייצוב האופק נובעים, בין היתר, מחיזוק מיצובן הפיננסי והעסקי של החברות הבנות המרכזיות אפי פיתוח, אפריקה נכסים, דניה סיבוס ואפריקה מגורים של הקבוצה הכולל, התקדמות בפיתוח ואכלוס נכסים מרכזיים באופן המשפר את יכולת מימושם בעת הצורך וצפוי להביא לשיפור בתזרים הפרמננטי וביחסי הכיסוי של החברות הבנות ובהתאם ליחסי הכיסוי של הקבוצה; השלמת מימוש ומימון מחדש של מספר נכסים, כך שלחברות הבנות המרכזיות יתרות נזילות משמעותיות, לצד רמות מינוף סבירות ומצבת נכסים מניבים בצמיחה. האמור משפר את יכולתן לחלק דיבידנדים בהתאם לתוכניות החברה; היקף, מגוון ונראות טובה של המקורות לשירות החוב בטווח הקצר-בינוני; החברה עמדה בתחזיות שהוצגו למידרוג והמשיכה לפעול להנזלת החזקות שאינן בליבת הפעילות, בין היתר, ע"י מימוש נכסים בארה"ב ונכסים בחברות אחרות, המוחזקות במלואן ע"י החברה (להלן: "הסולו המורחב"), וזאת על מנת להקטין את היקף החוב סולו של החברה, מגמה זו צפויה להימשך בטווח הקצר-בינוני. בהקשר זה, יציין כי, בהתאם לתחזיות שהוצגו למידרוג בעבר, חברת דניה סיבוס וחברת אפריקה נכסים החלו לחלק דיבידנדים; מידרוג מציינת לחיוב את פעולות החברה לשיפור המינוף ופירעונות חוב, כך שמאז הסדר החוב בשנת 2010, החברה השלימה פירעונות חוב סולו בהיקף של כ-2.3 מיליארד ש"ח (פירעון חוב הסולו, כולל תשלומי ריבית, עומד על כ-3.3 מיליארד ש"ח); יחסי האיתנות של החברה בולטים לטובה ביחס לדירוג. בהקשר זה, מידרוג מציינת לחיוב את הנפקות ההון שהושלמו מאז שנת 2011 בהיקף כולל של כ-950 מיליון ש"ח (כ-305 מיליון ש"ח מהסכום האמור בוצע במאי 2014), מתוכן כ-465 מיליון ש"ח הושקעו ע"י בעל השליטה - מר לב לבייב; הסכמת בעלי האג"ח הקיים של החברה לשינוי שטר הנאמנות מקנה לחברה גמישות גבוהה יותר במחזור חובות בעתיד באופן התורם לנגישות החברה למקורות מימון; שיפור מבנה המאזן (סולו ומאוחד), כך שחלק משמעותי יותר מנכסי הקבוצה מניבים הכנסה, באופן אשר משפר גם את יכולת מימושם בעת הצורך; החברה מיישמת מנגנונים לשליטה ובקרה, לרבות מנגנונים לניהול הסיכונים ותזרים המזמונים, הן ברמת המטה



והן בחברות הבנות, לרבות הסינרגיה והקוהרנטיות באסטרטגיה הכוללת של פעילות הקבוצה. מנגד, הדירוג מושפע לשלילה מהיקף הפעילות הניכר, המיוחס למדינות בעלות מאפיינים של כלכלות מתפתחות, לרבות רוסיה ומדינות מזרח אירופה (יצוין כי, החברה ממוצבת כייזם נדל"ן בולט בחלק ממדינות אלו, וכי הקרקעות של החברה ממוקמות, בדרך כלל, באזורי ביקוש בערים מרכזיות); פעילות החברה מאופיינת בחשיפה לפעילות ייזום ענפה. אולם, החברה מנסה למתן חשיפה זו באמצעות הגדלת שיעור הנכסים המפיקים הכנסה; לקבוצה קיימת תלות מסוימת בטווח הארוך בנכס מניב עיקרי - קניון אפי מול במוסקבה - אשר טרם הושגה בו התייצבות בפרמטרים הפיננסיים והתפעוליים ואשר, להערכת מידרוג, מהווה כ-16% מה-NAV של החברה. יצוין, כי ישנן מספר מגמות חיוביות בנוגע לנתונים התפעוליים של הקניון, לרבות תפוסה, מספר מבקרים, פדיון החנויות ושיעור הגבייה וזאת בנוסף להתקדמות בתשתיות התחבורתיות ובניית מגדלי המשרדים הסובבים את הנכס.

פירוט גורמי מפתח בדירוג

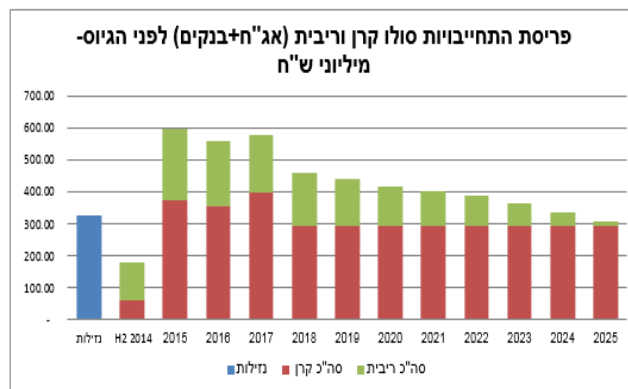
ירידה בהיקף החוב סולו, לצד ירידה בעלות גיוס החוב ושינוי תנאי שטר הנאמנות, תורמות ליכולת מחזור החוב של החברה; נזילות מספקת לשירות החוב בטווח הבינוני משפרת את הפרופיל הפיננסי, מנגד, תלות תזרימית באפי פיתוח בטווח הארוך עשויה לחשוף את החברה לתנודתיות

נכון למועד דוח דירוג זה, החוב הפיננסי סולו של החברה עומד על כ-3.5 מיליארדי ₪ לעומת כ-3.7 מיליארדי ₪ במועד דוח הדירוג הקודם וכ-4.18 מיליארדי ₪ לפי דוח פעולת הדירוג של מאי 2012. למרות מגמת הירידה בהיקף החוב, נטל שירות חוב האג"ח והבנקים ברמת הסולו, נותר גבוה (פירעון קרן וריבית שנתי של כ-600 מיליוני ₪ לשנת 2015, כ-562 מיליון ₪ לשנת 2016 וכ-579 מיליון ₪ לשנת 2017) גם ללא היקף הגיוס המתוכנן. מנגד, חל שיפור בפרופיל הסיכון של החברה וירידה בעלות גיוס חוב (אגרות החוב נסחרות בתשואה לפדיון של כ-7.9% על מח"מ של 4.5 שנים לעומת כ-12% במועד הדירוג הקודם). להערכת מידרוג, פעולות החברה להגדלת הנזילות, קבלת הלוואה פרטית מגוף מוסדי בהיקף של כ-100 מיליון ₪ ושינוי שטרי הנאמנות של הסדרות, מביאים לשיפור בנגישות למקורות מימון, שהינו גורם חיובי להתפתחות הדירוג.

נכון ליום 30.06.14, יתרת הנזילות סולו עמדה על כ-327 מיליון ₪. עד לסוף שנת 2014, החברה צפויה לפרוע קרן וריבית בהיקף של כ-180 מיליון ₪ (סולו אג"ח ובנקים) וכן הוכרזה חלוקת דיבידנד מאפריקה נכסים בע"מ (להלן: אפריקה נכסים) (56%) על סך כ-42 מיליון ₪ (חלק חברה). בכוננת החברה לממש מספר נכסים נוספים, המוחזקים ברמת הסולו המורחב ובארה"ב, לרבות עסקה שפורסמה למכירת קרקעות לחברת אפריקה מגורים (מוחזקת כ-60.9% בשרשור). כמו כן, בכוננת החברה לבצע את גיוס האג"ח האמור. בטווח הארוך, ככל שלא יתבצע מחזור חוב משמעותי, התזרים לשירות החוב צפוי להמשיך ולהישען בעיקר על תזרימי מזומנים מהחברות הבנות: "אפי פיתוח" (64.9%), אפריקה נכסים, אפי ארה"ב ודניה סיבוס (81.8%). כאשר אפי פיתוח צפויה להוות את המרכיב העיקרי (בין אם ע"י קבלת דיבידנדים או מימוש מניות החברה). נראות התזרים הטובה בטווח הקצר-בינוני משפיעה לחיוב על הדירוג. מנגד, התלות בקבלת דיבידנדים בשנים הבאות, לצד החשיפה של חלק מהחברות הבנות לשווקים מתפתחים (לדוגמה אפי פיתוח ברוסיה) משפיעה לשלילה על הדירוג.

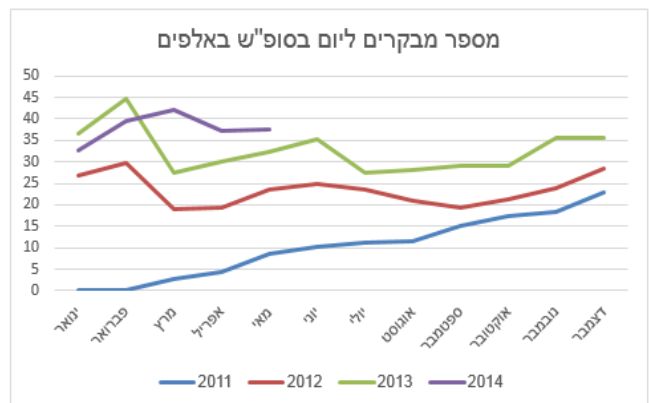
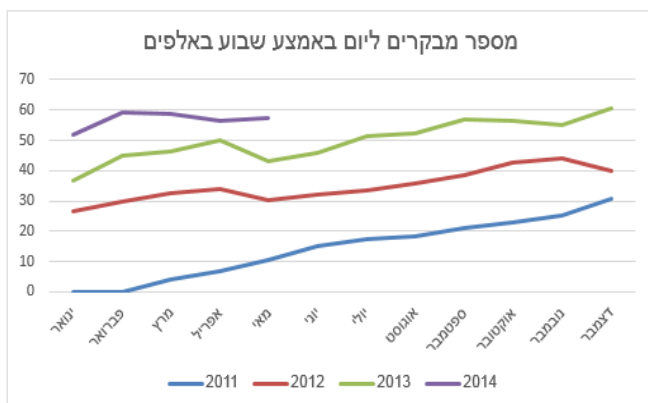
הגמישות הפיננסית של החברה נובעת מנכסי הסולו המורחב ומניות סחירות, בשווי כולל של כ-4 מיליארד ₪ (חלק מהמניות משועבדות לטובת האג"ח והלוואה מגוף מוסדי). אולם, הגמישות הנ"ל כפופה לשעבוד השלילי שקיים לטובת

בעלי האג"ח ושיעור ההחזקה באפי פיתוח (64.9%) ואפריקה נכסים (56%), אשר אינו מאפשר מכירה משמעותית של מניות ללא איבוד שליטה מסוים. מנגד, שיעורי השליטה באפריקה תעשיות (72.9%) ודניה סיבוס (81.8%) מאפשרים מימוש מסוים של מניות, תוך שמירה על שליטה, אך שווי ההחזקה בחברות אלו נמוך יותר. יתרה מכך, השווי הסחיר של אפריקה נכסים ואפי פיתוח נמוך משמעותית מהון העצמי, באופן המקטין את הכדאיות הכלכלית במימושן. להלן גרף המציג את פריסת לוח הסילוקין הקיים של קרן האג"ח והחוב הבנקאי סולו:



מצבת נכסים מניבה איכותית הנמצאת בצמיחה משפרת את נראות והיקף התזרים הפרמננטי; למרות חשיבותו של הקניין ברוסיה, לחברה מגוון מקורות לשירות החוב, באופן התומך בפרופיל העסקי של החברה

לחברה מצבת נכסים מניבה באיכות גבוהה, הפרוסה על פני 9 מדינות, אשר הניבה במחצית הראשונה של שנת 2014 NOI של כ-312 מיליון ₪ (לפי אופן הצגתם בדוחות) וזאת לעומת כ-583 מיליון ₪ בשנת 2013. ככל שהחברה לא תממש נכסים משמעותיים, ובהתאם להערכות החברה, היקף ה-NOI צפוי להמשיך ולצמוח, כך שכבר ב-2015 ה-NOI יצמח משמעותית. בהקשר זה נציין כי, חלק משמעותי מהגידול מיוחס לקניין אפי מול הממוקם במתחם "Moscow City"-מדובר בקניון בעל 6 קומות של שטחי מסחר ופנאי בהיקף של 107.2 אלף מ"ר (GLA) אשר הפך לתפעולי במאי 2011. שיעור התפוסה של הקניון הינו כ-82% ועל כן אינו מניב עדין את מלוא הפוטנציאל (בדירוג הקודם התפוסה עמדה על כ-72% ללא נטרול שטחי השירות והמשרדים). בנוסף, חל שיפור במספר המבקרים היומי הממוצע כפי שמוצג בתרשימים שלהלן:





הקניון צפוי ליהנות בשנים הקרובות מהתקדמות בפיתוח תשתיות התחבורה באזור (השנה נפתחה תחנת מטרו נוספת, כך שכיום הקניון מחובר לשתי תחנות מטרו וב-2015 צפויה השלמתה של תחנת מטרו נוספת ובעתיד צפוי חיבור של אזורים נוספים למתחם). בנוסף, צפוי גידול בהיקף המבקרים בקניון, בעקבות השלמת מספר גורדי שחקים באזור, באופן שיכפיל את היצע שטחי המשרדים ב-"Moscow City" עד 2017. עם תחילת אכלוסם של שטחי המשרדים צפוי גידול ניכר בהיקף האוכלוסייה העובדת בקרבת הקניון. נציין, כי היות ומדובר בנכס משמעותי לחברה, מידרוג תעקוב אחר התפתחות הפרמטרים התפעוליים של הקניון, ביחס לצפי החברה, לרבות מספר המבקרים היומי, שכ"ד, שיעורי התפוסה ופרמטרים תפעוליים וענפיים אחרים.

למרות מרכזיות הקניון בפורטפוליו, לקבוצה ישנם מקורות רבים נוספים לשירות החוב, לרבות נכסים מניבים קיימים, נכסים מניבים בהקמה (חלקם בשלבים מתקדמים) ונכסים מניבים לבנייה עתידית. בנוסף, לחברה פרויקטים בתחום המגורים למכירה, מלונות, מקרקעין ונכסים אחרים, באופן התמוך ביכולת שירות החוב, אף מעבר לנזילות הטובה של חברות הקבוצה.

בתקופה האחרונה חל שיפור במיצובן הפיננסי והעסקי של החברות הבנות המרכזיות אפי פיתוח, אפריקה נכסים ואפריקה מגורים, כפי שבא לידי ביטוי בהיקף התזרים, בנזילות ביחסי הכיסוי והאיתנות של חברות אלו. שיפור זה קיבל גם ביטוי בהעלאת דירוג חברת אפריקה נכסים מדירוג של Baa1 באופק חיובי לדירוג A3 באופק יציב.

חברות הקבוצה מוכרות מאות יח"ד בישראל, רוסיה ומזרח אירופה, באופן המספק מקורות נוספים אשר תורמים ליכולת שירות החוב. יתרת התזרים לשירות החוב בגין פעילות המגורים הינה גבוהה משמעותית מהרווח הגולמי שנרשם, שכן הנ"ל כוללת גם החזר הון עצמי, שהינו בגדר עלות שקועה אשר הוצאה לפני מספר שנים.

שיפור בהרכב המאזן מביא לשיפור בפרופיל הפיננסי בחברה; יחסי איתנות טובים לדירוג המצויים אף במגמת שיפור מקזים במידה מסוימת את הסיכון היזמי המיוחס לפעילות החברה

החברה ממשיכה להציג שיפור במבנה המאזן, כך שקיים גידול בשיעור הנכסים המניבים מסך נכסי החברה. ככל שהחברה לא תממש נכסים בהיקף משמעותי ותשלים את שלב הייזום של הנכסים המניבים הנמצאים בפיתוח, שיעור זה צפוי לצמוח בתקופה הקרובה, באופן המשליך לחיוב על פרופיל הסיכון ועל יכולת הנזלת וביצוע מימון מחדש של נכסים אלו, לצורך יצירת תזרים נוסף לשירות החוב. מנגד, היקף החשיפה המאזני, הכולל קרקעות לפיתוח עתידי וחשיפה לכלכלה הרוסית ולכלכלות מתפתחות אחרות, משפיע לשלילה על הדירוג.

לחברה יחסי איתנות טובים ביחס לדירוג, כך שיחס ההון למאזן, בניכוי מקדמות עומד על כ-29% ויחס החוב ל-CAP נטו עומד על כ-59%. ברמת הסולו המורחב היחסים הינם אף טובים יותר, כך שהנ"ל עומדים על כ-44% וכ-51%, בהתאמה. אולם, מכיוון שחברת אפי פיתוח ואפריקה נכסים נסחרות לפי שווי הנמוך מהונן העצמי, ה-LTV לפי שווי הסחיר של האחזקות הינו משמעותית גבוה יותר.



אפריקה ישראל להשקעות בע"מ - יחסים פיננסיים עיקריים (אלפי ₪) - איחוד יחסי וסולו

תאריך	דוחות סולו ישראל להשקעות					אפ"ר להשקעות נתינים מאוחדים					נתינים פיננסיים אחרים		
	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	30.06.2013	31.12.2013	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	30.06.13		31.12.2013	30.06.2014
5,037	6,326	5,145	5,110	2,737	5,419	487,926	440,152	672,392	732,395	406,239	840,704	437,699	הכנסות מהיטבות והפיקות נכסים
341,250	111,434	105,136	56,954	8,431	5,154	2,491,739	2,705,043	3,018,764	3,693,364	1,654,147	3,193,070	1,631,589	הכנסות מספקאות בניה וספק קרקע
						1,383,928	1,331,860	1,755,548	2,064,820	1,020,074	2,001,010	960,679	מדישעיה
						11,860	28,246	44,841	65,105	38,920	76,497	27,978	מפעילי אחרות
346,287	117,760	110,281	62,064	11,168	10,573	4,375,493	4,596,301	5,492,545	6,555,694	3,119,380	6,111,281	3,057,945	סך כל הנכסות
-	41,440	34,222	21,827	7,344	7,703	622,946	790,321	867,814	888,318	526,257	1,018,461	486,245	דוחות נתינים בינוי והאאות שיווק
0.0%	35.2%	31.0%	35.2%	65.8%	72.9%	14.2%	17.5%	15.8%	13.6%	16.9%	16.7%	15.9%	דוחות נתינים בינוי והאאות שיווק
						833,610	1,048,792	802,700	854,891	529,547	1,143,349	420,136	EBITDA נטול שירותים
-673,023	1,702,747	595,811	-916,579	-65,328	27,953	-763,378	1,836,974	912,005	-1,309,484	9,264	233,056	92,523	דוחות (הפסד) לתקיפה
7,709,031	5,423,831	4,179,109	4,181,407	3,704,019	3,702,225	18,731,441	13,809,274	12,971,485	13,274,053	13,575,639	13,486,377	12,794,404	דוחות פנימי
347,071	1,324,802	310,809	747,030	132,914	155,165	2,127,652	2,580,432	1,501,728	2,081,635	1,468,668	1,759,688	1,663,383	דוחות
7,361,960	4,099,029	3,868,300	3,434,377	3,571,105	3,547,060	16,603,789	11,228,942	11,469,757	11,192,428	12,106,971	11,726,699	11,131,021	דוחות פנימי
8,844,747	7,644,889	7,694,760	7,108,615	6,577,441	6,506,612	23,437,504	20,932,544	21,482,512	20,633,189	20,912,783	20,925,660	20,480,594	CAP
8,497,676	6,320,087	7,383,951	6,361,585	6,444,527	6,351,447	21,309,852	18,352,112	19,980,784	18,551,554	19,444,115	19,165,972	18,817,211	NET CAP
1,135,716	2,221,058	3,508,539	2,900,325	2,846,539	2,777,504	4,320,402	6,729,199	7,814,905	6,644,108	6,523,696	6,558,759	6,799,588	דוחות פנימי
12,666,860	11,488,019	8,049,568	7,647,016	6,937,206	6,776,198	27,091,277	25,588,656	24,853,317	23,640,953	23,440,033	23,823,689	23,526,399	סך כל דוחות פנימי
87.2%	70.9%	54.3%	58.8%	56.3%	56.9%	79.9%	66.0%	60.4%	64.3%	64.9%	64.4%	62.5%	דוחות פנימי
87%	64.9%	52.4%	54.0%	55.4%	55.8%	77.9%	61.2%	57.4%	60.3%	62.3%	61.2%	59.2%	NET CAP / דוחות פנימי
9%	19.3%	43.6%	37.9%	41.0%	44.5%	15.9%	28.3%	31.4%	28.1%	27.8%	27.5%	28.9%	דוחות פנימי / סך כל דוחות פנימי
						20	11	14	13	11	10	13	EBITDA ל- NET CAP
						54,352	-104,426	-12,667	-107,985	102,062	170,636	-18,795	FFO
						305	-108	-102	-104	59	69	-296	דוחות פנימי / NET CAP

* החוב הפיננסי מוצג בערך החיובי (פאר) אשר הנו גבוה מהיתרה בספרים בשל סיבות חשבונאיות. הפער מביא גם להתאמה בהוצאות המימון, ברוח (הפסד) לתקופה ובהון העצמי

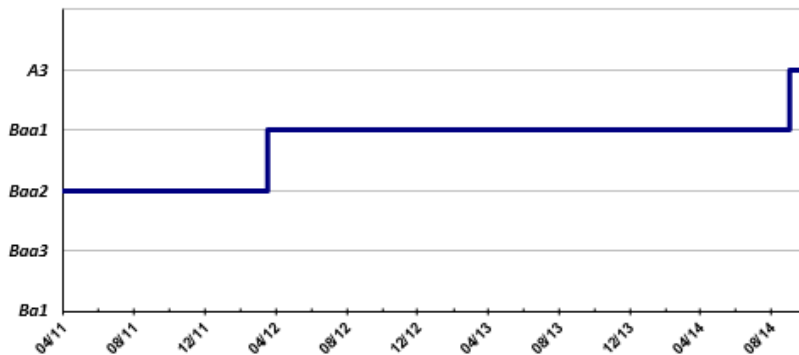
גורמים העשויים לשפר את הדירוג ואופק הדירוג

- חיזוק משמעותי של המקורות לשירות החוב בטווח הארוך, תוך כדי השבחת נכסים, באופן אשר יביאו ליחסי כיסוי מהירים
- המשך השיפור במצב החברות המוחזקות והתזרים הפרמננטי שהן מפיקות, תוך מתן דגש על פעילות אפי פיתוח ברוסיה
- שיפור בנגישות למקורות מימון ובייחוד לשוק ההון בישראל, לאורך זמן

גורמים העלולים לפגוע בדירוג ואופק הדירוג

- 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. הסדר 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.

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

המחקרים מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

דוח קודם: ביולי 2013

תאריך דוח: 2 בספטמבר 2014

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 (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, מהאיכות 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 מאד.
	<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 מאד.
	<i>Ca</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Ca</i> הן ספקולטיביות מאד 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") 2014.

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 בעיני 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 מודייס (Moody's) (להלן: "מודייס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודייס, ואינם כפופים לאישורה של מודייס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודייס, 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.