



אפריקה ישראל להשקעות בע"מ

מעקב | יולי 2013

1

מחבר:

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

אנשי קשר:

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



אפריקה ישראל להשקעות בע"מ

דירוג סדרה כו, כז'	Baa1	אופק הדירוג: חיובי
--------------------	------	--------------------

מידרוג מאשרת מחדש דירוג Baa1 באופק חיובי לסדרת אג"ח כו' ו-כז' שבמחזור אותן הנפיקה חברת אפריקה ישראל להשקעות בע"מ (להלן: "אפריקה השקעות", "הקבוצה" או "החברה").

להלן פירוט האג"ח במחזור של החברה:

סדרת אג"ח	מספר נ"ע	מועד ההנפקה המקורית	תנאי הצמדה	ריבית שנתית נקובה	יתרת האג"ח ליום * 31.03.13 (אלפי ₪) ***	יתרת שנות פירעון האג"ח
כו' ****	6110365	מאי-10	מדד	מומצע 7% **	2,198,939	2013-2025
כז'	6110431	ינו-13	מדד	6.8%	1,302,242	2015-2025
סה"כ					3,501,181	

* 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% ובמוצע עומד על 7% *** לטובת האג"ח, שועבדו כ-24% ממניות אפי פיתוח וכ-51% ממניות אפריקה נכסים **** לאחר תאריך המאזן נפרעה קרן בסך כ-170 מיליון ₪ מתוך סדרה כו'

הדירוג נסמך, בין היתר, על היקף, מגוון ונראות טובה של המקורות לשירות החוב בטווח הקצר-בינוני; החברה ממשיכה 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"). על מנת להקטין את היקף החוב סולו של החברה. בנוסף, בהתאם למודל הפעילות הייזמי של הקבוצה (ראו בהמשך), החברות הבנות המרכזיות השלימו מימוש ומימון מחדש של מספר נכסים, כך שיש ברשותן כיום יתרות נזילות משמעותיות לצד רמות מינוף סבירות ומצבת נכסים מניבים בצמיחה. האמור משפר את יכולתן לחלק דיבידנדים במידת הצורך; מידרוג מציינת לחיוב את פעולות החברה להקטנת היקף החוב סולו (קרן אג"ח ובנקים), בין היתר, באמצעות השלמת החלפת חלק מאג"ח כו' באג"ח כז' אשר כללה פירעון מוקדם של כ-286 מיליון ₪. מאז הסדר החוב בשנת 2010, החברה השלימה פירעונות חוב סולו בהיקף של כ-1.7 מיליארד ₪ (תשלומי קרן בלבד). אף על פי כן, להערכת מידרוג, נטל שירות החוב סולו עדיין נותר גבוה, בייחוד בהתחשב בכך שהחברה (סולו) טרם הוכיחה יכולת מחזור חוב משמעותית בשווקים לאחר השלמת הסדר החוב בשנת 2010; שיפור מבנה המאזן (סולו ומאוחד), כך שחלק משמעותי יותר מנכסי הקבוצה מניבים הכנסה באופן אשר משפר גם את יכולת מימושם בעת הצורך. ככל שהקבוצה תשלים את המו"מ המתקיימים למימושם של מספר נכסים בחברות הבנות, צפוי שיפור נוסף ביחסי האיתנות של החברה, אשר גם כיום הינם טובים ביחס לדירוג; התקדמות בהבשלה של מספר פרויקטים בפיתוח, אשר צפויים להביא לשיפור בתזרים הפרמננטי של הקבוצה וביחסי הכיסוי של החברות הבנות; החברה מיישמת מנגנונים לשליטה ובקרה, לרבות מנגנונים לניהול הסיכונים ותזרים המזומנים, הן ברמת המטה והן בחברות הבנות, לרבות הסינרגיה והקוהרנטיות באסטרטגיה לאורך שדרת 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 בולט לטובה בחלק ממדינות אלו וכי הקרקעות של החברה ממוקמות בדרך כלל, באזורי ביקוש בערים מרכזיות). בשנה האחרונה חברת ה- AFI DEVELOPMENT PLC (להלן: "אפי פיתוח") (64.8%) ביצעה הפחתות במספר קרקעות בהיקף של כ-240 מיליון דולר, באופן אשר השליך לרעה על יחסי האיתנות והיקף ההון העצמי. מחד, להפחתות הנ"ל אין השלכה תזרימית מיידית על החברה, שכן קרקעות אלו לא היו



צפויות להפיק הכנסה בטווח הקצר-בינוני. מאידך, בטווח הארוך, אפי פיתוח צפויה להוות את המקור העיקרי לשירות החוב של אפריקה השקעות. יצוין כי החברה פועלת להפיק תזרים ולהשביח את ערכן של קרקעות אלו וקרקעות אחרות בפורטפוליו; 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; חשיפה לעליית מדד המחירים לצרכן ולירידת ערכם של הדולר והאירו אל מול השקל, שכן חלק ניכר ממקורות החברה הינם במט"ח לעומת החוב סולו אשר הינו שקלי, ומרביתו צמוד למדד המחירים לצרכן.

על אף ההתקדמות שנעשתה בחלק ממגזרי הפעילות ובנראות המקורות לשירות החוב, להערכת מידרוג, לאור האתגרים העומדים ביצירת מקורות פרמננטיים לשירות החוב בטווח הארוך, ההתקדמות עדיין אינה מספקת לצורך מימוש האופק החיובי. ככל שתחול התקדמות בשיעור התפוסה, שכ"ד, כמות המבקרים ופרמטרים תפעוליים אחרים בקניון אפי מול, לצד השלמת מימוש נכסים משמעותיים בחברות הבנות, אשר יביאו לשיפור ביחסי האיתנות וליכולת החברה להמשיך ולהקטין את החוב סולו, האמור עשוי להשפיע לחיוב על מימוש האופק החיובי. זאת, בהנחה שיתר פעילויות החברה ימשיכו להציג התקדמות בהתאם לתחזיות.

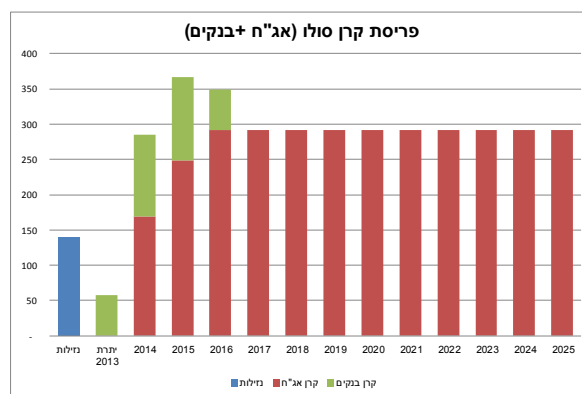
פירוט גורמי מפתח בדירוג

שיפור בהיקף ומגוון המקורות לשירות החוב בקבוצה לצד שימוש בתזרים ממימוש נכסים שאינם בליבת הפעילות להקטנת החוב סולו תורם לשיפור פרופיל הסיכון; מנגד, שירות החוב בטווח הארוך נשען בחלקו על הצלחת ייזום, אכלוס ולעיתים מימוש נכסים ברוסיה ומזרח אירופה

נכון למועד דוח דירוג זה, החברה השלימה את פירעון קרן האג"ח סולו לשנת 2013, שכלל פירעון של כ-170 מיליון ₪ אג"ח כו' וכ-286 מיליון ₪ אג"ח כד', אשר היווה הקדמת פירעון קרן אג"ח בגין השנים 2015-2013. לאור האמור ומהלכים נוספים שהושלמו, החוב הפיננסי סולו כיום עומד על כ-3,700 מיליון ₪ לעומת כ-4,180 מיליון ₪ במועד דוח הדירוג הקודם (נתוני 31.12.11) וכ-5,240 מיליון ₪ למועד דוח הדירוג הראשוני (נתוני 31.12.10). אף על פי כן, להערכת מידרוג, נטל שירות החוב סולו עדיין נותר גבוה (פירעון שנתי של קרן וריבית בהיקף של מעל 500 מיליון ₪ עד 2016 ומעל 400 מיליון ₪ בין השנים 2017-2020), וזאת בהתחשב בתשואות לפידיון הגבוהות מ-10% (מח"מ מעל 5 שנים) באופן אשר מקשה מהותית על מחזור חוב משמעותי. נכון ליום 31.03.13, יתרת הנזילות סולו עמדה על כ-371 מיליון ₪. אולם, לאחר תאריך המאזן בוצעו פירעונות קרן וריבית אג"ח ושימושים אחרים אשר צפויים להביא לקיטון ביתרת הנזילות. מנגד, החברה השלימה הנפקת זכויות. סך כל הפעולות הנ"ל צפויות להביא לקיטון ביתרת הנזילות. בהתחשב בעסקאות בתהליך למימוש נכסים בישראל וארה"ב, הנזילות צפויה לגדול בטווח הקצר-בינוני באופן המקטין את התלות בדיבידנדים מאפריקה נכסים בע"מ (להלן: אפריקה נכסים) (56%) ואפי פיתוח (64.8%) בטווח הקצר-בינוני. אולם, בטווח הארוך וככל שלא יתבצע מחזור חוב משמעותי, התזרים לשירות החוב צפוי להישען בעיקר על חברות אלו, כאשר אפי פיתוח צפויה להוות את המקור המשמעותי ביותר. יצוין כי, ליום 31.03.13 יתרות הנזילות של אפי פיתוח ואפריקה נכסים עומדות על כ-200 מיליון דולר וכ-291 מיליון ₪, בהתאמה וכי לאור מצבת הנכסים המניבים, מצבת המניבים בפיתוח והפריוקטים בתחום הייזום למגורים, חברות אלו מיועדות לייצר תזרים משמעותי לשירות החוב בשנים הקרובות.



הגמישות הפיננסית של החברה נובעת מנכסי הסולו המורחב ומניות סחירות לא משועבדות, בשווי כולל של מעל 2.3 מיליארד ₪ (בניכוי המניות המשועבדות לטובת מחזיקי האג"ח, הנסחרות לפי שווי של כ-1.1 מיליארד ש"ח). אולם, הגמישות הנ"ל כפופה לשעבוד השלילי שקיים לטובת בעלי האג"ח ושיעור ההחזקה באפי פיתוח (64.8%) ואפריקה נכסים (56%) אשר אינו מאפשר מכירה משמעותית של מניות, ללא איבוד שליטה מסוים. מנגד, שיעור השליטה באפריקה תעשיות (76.6%) ודניה סיבוס (81%) מאפשר מימוש מסוים של מניות תוך שימור השליטה, אולם מדובר בחברות בהיקף שווי נמוך יותר. יתרה מכך, השווי הסחיר של אפריקה נכסים ואפי פיתוח נמוך משמעותית מהון העצמי, באופן המקטין את הכדאיות הכלכלית במימושו. להלן גרף המציג את פריסת לוח הסילוקין הקיים של קרן האג"ח והחוב הבנקאי סולו:



מצבת נכסים מניבה המצויה בצמיחה משמעותית וצפי לשיפור נוסף בשל הנבה שנתית מלאה; אכלוס נכסים מניבים נכסים בהקמה אשר יביא ליצירת תזרים פרמננטי משמעותי

לחברות הקבוצה נכסי נדל"ן להשקעה (ללא נדל"ן להשקעה בהקמה וללא נכסים המוצגים במסגרת סעיף השקעות בחברות המטופלות לפי שיטת השווי המאזני) בהיקף של כ-11 מיליארד ₪, המפוזרים על פני 9 מדינות ואמורים על פי הנתונים הידועים כיום לייצר NOI שנתי של למעלה מ-600 מיליון ₪ בשנת 2013. ככל שהחברה לא תממש נכסים משמעותיים, היקף ה-NOI צפוי להמשיך ולצמוח וזאת לעומת כ-520 מיליון ₪ בשנת 2012 וכ-406 מיליון ₪ בשנת 2011. יצוין כי, חלק ניכר מה-NOI האמור מיוחס לקניון אפי מול במוסקבה, אשר מושכר בתפוסה של כ-81% ואשר נפתח לציבור במאי 2011. בשלב זה, למרות שחל שיפור במספר המבקרים היומי ופרמטרים תפעוליים אחרים, הנכס עדיין אינו מניב NOI הקרוב לפוטנציאל הצפוי לאחר התייצבותו. היות ומדובר בנכס משמעותי בחברה, מידרוג תעקוב אחר התפתחות הפרמטרים התפעוליים של הקניון ביחס לצפי החברה, לרבות מספר המבקרים היומי, שכ"ד, שיעורי התפוסה ופרמטרים תפעוליים אחרים. להערכת החברה, פרמטרים אלו אמורים להשתפר בשל פתיחת תחנת מטרו נוספת במתחם לקראת סוף שנת 2013, המשך אכלוס מגדלי המשרדים הסובבים את הקניון, שיפור דרכי הגישה וכדומה. יש לציין כי, למרות מרכזיות הקניון בפורטפוליו, לקבוצה ישנם מקורות רבים נוספים לשירות החוב, לרבות נכסים מניבים קיימים, בבנייה ולבנייה עתידית, פרויקטים בתחום המגורים למכירה, מלונות, מקרקעין ונכסים אחרים, באופן התומך ביכולת שירות החוב, אף מעבר לנזילות הטובה של חברות הקבוצה.



חברות הקבוצה מכרו מאות יח"ד בשנת 2012 בישראל, מזרח אירופה, ארה"ב ורוסיה, באופן התורם לשירות החוב. תורת התזרים לשירות החוב בגין פעילות המגורים הינה גבוהה משמעותית מהרווח הגולמי שנרשם, שכן כללה גם החזר הון עצמי, שהינו בגדר עלות שקועה אשר הוצאה לפני מספר שנים.

המשך שיפור במבנה המאזן ויחסי האיתנות, תוך מתן דגש על קיטון החוב סולו, משפיעים לחיוב על פרופיל הסיכון; להערכת מידרוג, הפן היזמי והמיקום הגיאוגרפי של הפעילות מובילים לצורך בשמירה על רמת מינוף נמוכה יותר מהמקובל ביחס לענף

כאמור, החברה פעלה בשנים האחרונות להקטנת החוב הפיננסי ברמת הסולו, וכן להקטנת החוב בגין נכסים שאינם מייצרים הכנסה בחברות הבנות. בנוסף, בשל התקדמות בפיתוח הנכסים, שיעור הנכסים שמייצרים הכנסה גדל גם הוא, באופן המשפר משמעותית את מבנה המאזן ושיעור הנכסים ברי המימוש מתוך המאזן. להערכת מידרוג, המשך המגמה של שיפור רמות המינוף והתאמת מבנה החוב למבנה המקורות התזרימיים בקבוצה, יביאו לשיפור בנראות מקורות החזר החוב בתוך חברות הקבוצה וכלפי חברת האם.

לחברה יחסי איתנות בולטים ביחס לדירוג, אולם, להערכת מידרוג, על מנת לאזן את האופי היזמי של פעילות החברה, מלאי הקרקעות הניכר שטרם מניב הכנסה ומיקוד חלק ניכר מפעילות הקבוצה במדינות עם מאפייני פעילות של כלכלות מתפתחות, החברה נדרשת לשמור על יחסי איתנות אלו.

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

אפריקה השקעות נתונים סולו					אפריקה השקעות נתונים מאוחדים					נתונים פיננסיים אלפי ₪
31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.03.2013	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.03.2013	
5,037	6,326	5,145	5,110	1,271	487,926	440,152	672,392	732,395	202,819	הכנסות מהשכרת והפעלת נכסים
341,250	111,434	105,136	56,954	-	2,491,739	2,706,043	3,018,764	3,693,364	734,803	הכנסות מטעסקאות בניה ומקרקעין
ל"ר	ל"ר	ל"ר	ל"ר	ל"ר	1,383,938	1,331,860	1,756,548	2,064,820	482,987	מתעשייה
ל"ר	ל"ר	ל"ר	ל"ר	ל"ר	11,860	28,246	44,841	65,105	18,496	מפעילויות אחרות
346,287	117,760	110,281	62,064	1,271	4,375,463	4,506,301	5,492,545	6,555,684	1,439,105	סה"כ הכנסות
-	41,440	34,222	21,827	746	622,846	790,321	867,814	888,318	202,592	רווח גולמי בניכוי הוצאות שיווק
0.0%	35.2%	31.0%	35.2%	58.7%	14.2%	17.5%	15.8%	13.6%	14.1%	% רווח גולמי בניכוי הוצאות שיווק
ל"ר	ל"ר	ל"ר	ל"ר	ל"ר	833,610	1,048,792	802,100	854,891	275,204	EBITDA בנטרול שערוכים
-673,023	1,702,747	450,012	-872,588	-41,488	-763,378	1,836,974	766,206	-1,265,493	-9,235	רווח (הפסד) לתקופה*
7,709,031	5,241,168	4,179,109	4,181,407	3,879,419	18,731,441	13,626,611	12,971,485	13,274,063	14,133,699	חוב פיננסי*
347,071	1,324,802	310,809	747,030	371,243	2,127,652	2,580,432	1,501,728	2,081,635	2,010,521	נזילות
7,361,960	3,916,366	3,868,300	3,434,377	3,508,176	16,603,789	11,046,179	11,469,757	11,192,428	12,123,178	חוב פיננסי, נטו
8,844,747	7,644,889	7,694,760	7,108,615	6,651,444	23,437,504	20,932,544	21,482,512	20,633,189	21,327,621	CAP
8,497,676	6,320,087	7,383,951	6,361,585	6,280,201	21,309,852	18,352,112	19,980,784	18,551,554	19,317,100	NET CAP
					5,085,349	5,192,277	9,074,175	9,919,112	10,983,288	נדל"ן להשקעה (ללא בהקמה)
1,135,716	2,403,721	3,508,539	2,900,325	2,745,142	4,320,402	6,911,862	7,814,905	6,644,108	6,416,232	הון עצמי וזכויות סיעות*
12,666,860	11,488,019	8,049,568	7,647,016	7,187,929	27,091,277	25,588,656	24,853,317	23,640,953	23,914,010	סך מאזן בניכוי מקדמות מלקוחות
87.2%	68.6%	54.3%	58.8%	58.3%	79.9%	65.1%	60.4%	64.3%	66.3%	חוב פיננסי/CAP
87%	62.0%	52.4%	54.0%	55.9%	77.9%	60.2%	57.4%	60.3%	62.8%	חוב פיננסי נטו / NET CAP
9%	20.9%	43.6%	37.9%	38.2%	15.9%	27.0%	31.4%	28.1%	26.8%	הון עצמי/ סך מאזן בניכוי מקדמות
					941,027	1,114,819	512,531	1,695,065	-67,755	תזרים מפעילות שוטפת CFO
					20	11	14	13	11	חוב נטו ל-EBITDA

* החוב הפיננסי מוצג בערך התחייבותי (פארי) אשר הינו גבוה מהיתרה בספרים בשל סיבות חשבונאיות. הפער מביא גם להתאמה בהוצאות המימון, ברווח (הפסד) לתקופה ובהון העצמי** לאחר תאריך המאזן החברה השלימה הנפקת זכויות בהיקף של כ-217 מיליון ₪ מתוכה, בעל השליטה השתתף בהיקף של כ-103 מיליון ₪, בהתאם למתווה ההסדר. בנוסף, בוצע פירעון של קרן אג"ח של החברה סולו

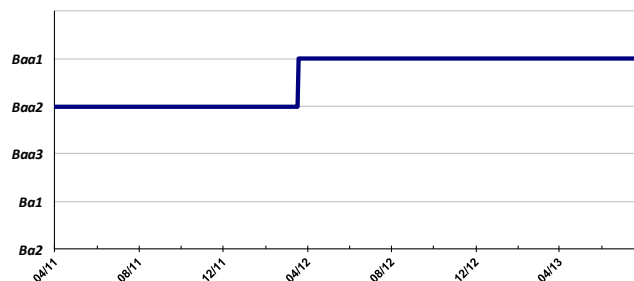
גורמים העשויים לשפר את הדירוג

- השלמת מהלכים לחיזוק המקורות לשירות החוב בטווח הארוך באמצעות אכלוס נכסים מניבים ומימוש נכסים בהתאם לתוכניות החברה
- המשך השיפור במצב החברות המוחזקות והתזרים הפרמננטי שהן מפיקות, תוך מתן דגש על פעילות אפי פיתוח ברוסיה
- המשך קיטון החוב הפיננסי סולו ושמירה על אסטרטגיה סולידית ומנגנוני שליטה ובקרה לגבי פעילות הייזום

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, 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.

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

המחקרים מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

דוח קודם: מעקב מרץ 12 ו-Issuer Comment אוגוסט 2012

תאריך דוח: 30 ביולי 2013

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 הוניות - 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.

סולם דירוג התחייבויות

דרגת השקעה	<i>Aaa</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Aaa</i> הן, על פי שיפטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
	<i>Aa</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Aa</i> הן, על פי שיפטה 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 שיפטה 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 שיפטה של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאד.
	<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") 2013.

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 לסיכוני 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.