



אפריקה ישראל נכסים בע"מ

דוח דירוג ראשוני | דצמבר 2010

1

מחבר:

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

אנשי קשר:

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

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

אפריקה ישראל נכסים בע"מ

דירוג: Baa1	דירוג סדרות א', ג' ו-ד' וסדרה חדשה
--------------------	---

מידרוג מודיעה על מתן דירוג *Baa1* לסדרות האג"ח א', ג' ו-ד' שבמחזור, אותן הנפיקה חברת **אפריקה ישראל נכסים בע"מ** (להלן: "אפריקה נכסים" או "החברה"). כמו כן, מאשרת מידרוג דירוג זהה להנפקת סדרה חדשה, בסכום של עד 150 מיליון ₪ ע.ג. במח"מ של 4-5 שנים. תמורת הגיוס תשמש לפירעון קרן אג"ח של סדרות קיימות.

לצורך הבטחת ייעודה של האג"ח, תפקיד החברה את כספי הגיוס בפיקדון ייעודי, שלא ניתן לקזזו כנגד הלוואה בנקאית, בבנק אשר דירוגו לזמן קצר עומד על P-1 או באג"ח מדינת ישראל וזאת - עד למועד השימוש בכספים אלו.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 20.12.2010. למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן, בהתאם למבנה ההנפקה, ככל שתבוצע. רק לאחר שיומצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דו"ח הדירוג.

להלן פירוט האג"ח במחזור של החברה:

שנת פירעון האג"ח	יתרת האג"ח בספרים 30.09.10 (אלפי ₪)	הצמדה	שיעור ריבית שנתית	ע.ג האג"ח (אלפי ₪)	מועד הנפקה	מספר ני"ע	סדרת אג"ח
2006-2014	114,824	מדד	5.60%	97,875	פבר-04	1089614	א'
2010-2015	455,241	מדד	4.15%	400,971	מאי-07	1106699	ג'
2010-2013	75,000	ללא	5.90%	75,000	מאי-07	1106707	ד'
	645,065			573,846			סו"כ

* אג"ח ג' מוצג בקיזוז רכישה עצמית ע"י החברה וחברות בנות, בהיקף ע.ג של כ- 18.8 מיליון ₪, אשר נמחק מהמחזור, סדרות א' ו-ד' הינן פרטיות

פרופיל החברה

אפריקה נכסים הוקמה במאי 1971 כחברה פרטית, במאי 2004 ביצעה החברה הנפקה ראשונה לציבור והפכה לחברה ציבורית. החברה הינה חברה בת של חברת אפריקה ישראל להשקעות בע"מ - חברה ציבורית בשליטתו של מר לב לבייב (להלן: "אפריקה השקעות" ו/או "חברת האם") אשר מחזיקה בכ - 56% ממניות החברה. החברה עוסקת בייזום, פיתוח ותפעול של מבני משרדים, תעשייה ומסחר בישראל ובמזרח אירופה. פעילות החברה במזרח אירופה נעשית באמצעות חברת AFI Europe N.V (להלן: "אפי אירופה"). בנוסף, החברה פועלת בתחום ייזום והקמת פרויקטים למגורים במזרח אירופה. בתחום הנכסים המניבים, לחברה תיק נכסים מניבים המונה 22 נכסים (10 נכסים במזרח אירופה) בשטח כולל להשכרה של כ - 407 אלף מ"ר (חלק חברה), מתוכו קניון Cotroceni בשטח של כ - 80 אלף מ"ר. בתחום הנדל"ן למגורים במזרח אירופה, בבעלות החברה מלאי דירות גמורות למכירה של כ - 565 יח"ד נכון ליום 30.09.2010.

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

31.12.2008	30.09.2009	31.12.2009	30.09.2010	נתונים פיננסיים אלפי ₪
621,763	380,280	483,664	367,988	סה"כ הכנסות מהשכרת נכסים ועסקאות בנייה למק
399,023	-23,070	-117,683	9,570	שערוך נדל"ן להשקעה
-61,421	249,712	153,135	-16,469	שערוך נדל"ן להשקעה בהקמה
-287,452	-47,154	-103,013	-26,981	הפחתת מלאי לשווי מימוש נטו
273,172	178,991	213,782	161,184	EBITDA בנטרול שערוכים
-123,728	91,397	-158,875	1,122	רווח (הפסד) לתקופה
5,867,646	4,678,720	4,645,148	3,910,990	חוב פיננסי
5,673,294	4,479,645	4,461,042	3,772,861	חוב פיננסי, נטו
9,128,044	7,767,907	7,435,285	6,865,976	CAP
8,933,692	7,568,832	7,251,179	6,727,847	NET CAP
2,741,582	2,849,541	2,575,772	2,759,776	הון עצמי זכיונות מעוט
9,941,448	8,330,518	7,988,321	7,332,084	סך מאזן בני כו מקדמות מלקוחות
21	19	21	18	חוב פיננסי, נטו/EBITDA בנטרול שערוכים
28%	34%	32%	38%	הון עצמי/ סך מאזן בני כו מקדמות
64%	60%	62%	57%	חוב פיננסי/CAP
64%	59%	62%	56%	חוב פיננסי נטו/ NET CAP

אסטרטגיה

פרופיל יזמי המגלם רמת סיכון בינונית גבוהה

החברה הינה יזמית במהותה כך שמרבית נכסיה כיום (הן בתחום הנדל"ן המניב והן בתחום המגורים) וכן נכסים שהחברה מימשה בעבר הינם פרי יזומה והקמתה. בהתאם לתוכנית החברה ולזכויות בנייה בלתי מנוצלות במקרקעין קיים, החברה צפויה לשמור על מרכיב גבוה של פעילות ייזום גם בעתיד כך שהדגש האסטרטגי אינו מוטל לעסקאות רכישת נכסים מניבים. השילוב שבין המאפיין היזמי לבין אזורי הפעילות, אשר הינם בעיקר במזרח אירופה, מעלים את רמת הסיכון הטמונה בפעילות החברה. מנגד, קיימים גורמים הממתנים את רמת סיכון הכוללים מצבת נכסים קיימים, המפיקים NOI שנתי מייצג של כ- 380 מיליון ₪, אסטרטגיה של יזום פרויקטים באופן מדורג, חתימה על הסכמים להשכרה חלקית של נכסים בייזום מראש וכן התמקדות בפיתוח שלבים נוספים של פרויקטים קיימים (ולא בפיתוח פרויקטים חדשים ללא Track-Record). בהתאם לכך, מגדירה מידרוג את רמת הסיכון הטמונה באסטרטגיית כבינונית עד גבוהה. כמו כן, וותק וניסיון מטה הניהול הנרחב הפרוס במדינות הפעילות, מקנה לחברה היכרות מעמיקה עם שוקי הפעילות באופן התורם להמשך פיתוח הנכסים ומשפר את סיכוי הצלחת הפרויקטים בייזום.

צפי לחלוקת דיבידנד שנתית לצורך שירות חוב חברת האם החל משנת 2013

בשנים האחרונות החברה לא חילקה דיבידנד לבעלי מניותיה אולם פרעה הלוואות בעלים בסכום כולל של כ-1.5 מיליארד ₪ לאחר מימוש מספר נכסים ותוך תמיכה בצרכי המימון של חברת האם. כל זאת למרות מדיניות דיבידנד של חלוקה בסכום הנמוך מבין מחצית הרווח הנקי ומחצית מה- CFO בשנה הקודמת לחלוקה. בהתאם לתוכנית העסקית אשר הוצגה למידרוג, צרכי התזרים של חברת האם, אינם מתבססים על קבלת דיבידנדים מהחברה עד לשנת 2013. כך שעד לשנה זו אמורים להיווצר לחברה עודפי תזרים. יצוין, כי בשטר הנאמנות של סדרת אג"ח א', קיימות מגבלות בדבר חלוקת דיבידנד שתגדיל את מינוף החברה ליחס חוב ל- CAP העולה על 60%.

דירוג החברה מושפע לחיוב, מכך שהחברה מצויה אחרי שלב פיתוח ואכלוס של פרויקטים משמעותיים אשר מניבים לה תזרים משמעותי שוטף ומאפשרים חילוץ חלק מהמקורות שהושקעו; מהיקף הפעילות ופיזור מגזרי וגיאוגרפי רחב התורמים להקטנת פרופיל הסיכון, לגמישות תפעולית וליתרון לגודל; ניסיון וותק בתחום ייזום הנדל"ן המניב בישראל ומזרח אירופה; מטה רחב ורמת שליטה טובה בנכסיה באזורי פעילותה; רמת מיצוב גבוהה למרבית נכסי החברה; יחסי האיתנות הפיננסית בולטים ביחס לדירוג אולם להערכתנו מקזזים את הסיכון הנובע מהאופי היזמי של הפעילות ואת החשיפה לשינויים בשווי מלאי המקרקעין המהותי שבבעלות החברה; לחברה זכויות בנייה בהיקף משמעותי, לאחר קידום תוכניות בנייה וזמינות קרקעות, המאפשרות לחברה פיתוח יזמי ללא השקעת משאבים לרכישת קרקעות חדשות.

דירוג החברה מושפע לשלילה, מרמת הסיכון הנובעת מהפרופיל היזמי של הפעילות, התמקדות בפרויקטים בהיקף משמעותי, במדינות מזרח אירופה, אשר חלקן הינן בעלות מאפייני כלכלות מתפתחות ובשל כך יציבותן הכלכלית נמוכה יחסית; תלות בנכס מניב עיקרי קניון Cotroceni; מלאי דירות גמורות בהיקף ניכר במזרח אירופה, אשר מימושו רגיש למגמות המאקרו כלכליות בשוקי הפעילות; אתגרים באכלוס שטחים פנויים בנכסים וותיקים ואכלוס נכסים חדשים; יחסי הכיסוי המושפעים לשלילה מאחזקה במלאי קרקעות בהיקף משמעותי שאינו מניב הכנסות; חשיפה לשינויים בשווי ההוגן של הנכסים; גידור חלקי של חשיפת מטבע המאפיינת את הפעילות ובפרט חשיפה לשינויים בשער החליפין של האירו מול השקל; גמישות פיננסית בינונית ביחס ללוח הסילוקין.

נוסיף כי כחלק משיקולי הדירוג נבחן הקשר בין חברת האם - אפריקה ישראל השקעות בע"מ, לבין החברה המדורגת. בשנתיים האחרונות, הושפעה החברה לשלילה מההידרדרות במצבה הפיננסי של חברת האם, אשר הובילה למימוש נכסים בבעלות החברה ושימוש בתמורת המימוש להחזר הלוואות בין חברתיות אשר הועמדו בעבר ע"י חברת האם לחברה.

דירוג החברה עלול להיות מושפע מיישום הסדר החוב של חברת האם ומרמת הסיכון הפיננסי של חברת האם לאורך יישום הסדר. יצויין, כי בהתאם למתודולוגיית Moody's, כאמור בנייר עמדה מיום 09.11.2010 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 חובתיה. להערכתנו, לאחר פירעון מלוא הלוואות הבעלים, זמינות מקורות החברה לצורך שירות צרכי חברת האם, נחלשה באופן אשר מקטין את יכולת חברת האם להסתמך על מקורות משמעותיים מתוך החברה כבעבר, כמקור לשירות החוב של חברת האם. לצד זאת, חברת האם מצפה לקבלת דיבידנד מאחזקותיה בחברה, לחברה מדיניות חלוקת דיבידנד של הסכום הנמוך מבין מחצית הרווח הנקי ומחצית מה-CFO בשנה הקודמת לחלוקה.

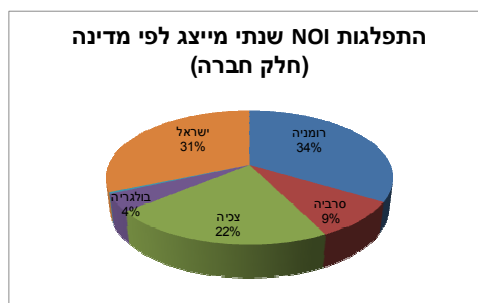
חוזקות

החברה מצויה אחרי שלב פיתוח ואכלוס של פרויקטים משמעותיים אשר מניבים לה תזרים משמעותי שוטף במהלך 2008-2010 החברה השלימה את הפיתוח והאכלוס של מספר נכסים משמעותיים באירופה כולל בין היתר, קניון Cotroceni, שלב 3 Airport City Belgrade, קניון Palace Pardubice, בניין משרדים Classic 7 בפראג וכדומה. פרויקטים אלו מייצרים לחברה NOI שנתי מייצג של למעלה מכ-33 מיליון אירו ותורמים באופן משמעותי ליכולת שירות החוב באופן שוטף. בנוסף, הבשלת פרויקטים אלו תורמת להערכתנו לגמישות הפיננסית תוך יצירת אפשרויות מימון

ומימוש מגוונים.

מצבת הנכסים המניבים מאוכלסת ע"י 860 השוכרים (לא כולל חברות מוחזקת בישראל), לא קיימת תלות בשוכר בודד שכן אף שוכר אינו תורם שכ"ד העולה על 5% מסך ההכנסות משכ"ד.

להלן פיזור ה-NOI המייצג לפי מדינה:



לחברה היקף פעילות ופיזור מגזרי וגיאוגרפי רחב התורם למיתון הסיכון הגלום בפרופיל היזמי

נכון למועד הדוח מנהלת החברה פעילות בכ" 8 מדינות שונות בהיקפים ובמגזרים שונים. קיים מתאם בין ההתפתחות הכלכלית של מדינות הפעילות השונות אם כי מתאם זה הינו חלקי. תמהיל הפעילות הרחב הן בפרויקטים הפעילים והן לגבי מלאי הקרקעות, מקנה לחברה יכולת לבחור את אופן הקצאת משאביה בהתאם לצפי הביקושים בשווקים. בנוסף, היקף פעילות החברה מאפשר לה לנצל יתרונות מובנים לגודל כגון נגישות למקורות מימון, קשרים עם שוכרים וקיום מטה מקומי מנוסה במדינות הפעילות העיקריות.

5

רמת שליטה טובה חרף אתגרים אובייקטיביים בניהול פעילות מגוונת ומפוזרת בשווקים שונים

החברה מאופיינת בניהול מקומי רחב בכל אזור פעילות משמעותי, המקנה לה יכולת שליטה טובה בפעילות נכסיה בכל אזור והיכרות של תנאי השוק. חלק מבעלי התפקיד המרכזיים בחברה הינם בעלי ניסיון רב שנים בפיתוח ותפעול נכסי נדל"ן מניב בישראל ואירופה.

חלק מנכסי החברה הינם ברמת מיצוב גבוהה באזורי ביקוש ביחס לשווקי הפעילות, באופן המאפשר יצירת תזרים פרמננטי גם בתקופות האטה כלכלית

לחברה מצבת נכסים מגוונת יחסית הממוקמים בפריסה גיאוגרפית נרחבת במזרח אירופה וישראל הכוללת קניונים, פארקי תעשייה, בנייני משרדים ומתחמים לוגיסטיים ומייצרת NOI שנתית לפי חוזים חתומים, של כ- 380 מיליון ₪ (חלק חברה כולל חברות מוחזקות). חלק ניכר מנכסים אלו מאופיינים באיכות ומיצוב גבוהים ביחס לשוק. החברה הצליחה לאכלס ולהפיק תזרימי מזומנים בולטים מנכסים אלו למרות האטה מקרו כלכלית שאפיינה את הסביבה העסקית בשנים האחרונות.

בהקשר הזה נציין שני פרויקטים בולטים: למרות האטה בשוק המשרדים בבלגרד-סרביה, השכירה החברה במהלך השנתיים האחרונות את מרבית השטחים בפרוייקט אירפורט סיטי לחברות רב לאומיות (מעל 15,000 מ"ר בפרוייקט, שיעור תפוסה נוכחי 88%, דמי שכירות חודשיים של כ- 18.5 אירו למ"ר, מתנהל מו"מ להשכרת יתרת השטחים הפנויים בנכס); החברה השלימה את פיתוח ואכלוס קניון Cotroceni בבוקרשט רומניה, למרות המשבר שפקד את הכלכלה הרומנית, כך שכ- 92% מתוך 80,000 מ"ר להשכרה בקניון, מושכרים בהיקף NOI נוכחי של כ- 24 מיליון אירו לשנה.

יחסי האיתנות הפיננסית בולטים ביחס לדירוג אולם להערכתנו מקזים את הסיכון הנובע מהאופי היזמי של הפעילות ואת החשיפה לשינויים בשווי מלאי המקרקעין המהותי שבבעלות החברה

שיעור ההון עצמי לסך מאזן עומד על כ- 37% ויחס חוב ל-CAP של כ- 57%. רמת איתנות פיננסית זו הינה טובה ביחס לרמת הדירוג. יחד עם זאת בשיקולי האיתנות הפיננסית התחשבה מידרוג בתוכנית הפיתוח בהן מגולם פוטנציאל לעליה מסוימת ברמת החוב, מרחק מצומצם ממגבלות פיננסיות, מלאי מקרקעין בהיקף מהותי בספרי החברה אשר ערכו מושפע מצמצב השווקים בהן פועלת החברה.

זכויות בנייה בהיקף משמעותי המאפשרות לחברה פיתוח יזמי ללא רכישת קרקעות חדשות; מידרוג מצפה כי החברה תפעל בהתאם לאסטרטגיית פיתוח שתאזן את רמת הסיכון היזמי

לחברה זכויות בנייה בהיקפים משמעותיים ביותר הכוללים זכויות בנייה לכ- 900,000 מ"ר להשכרה בתחום המסחר, משרדים, תעשייה ולוגיסטיקה וכן כ- 13,000 יח"ד לפי תב"ע קיימת במזרח אירופה בנוסף למעלה מ- 100,000 מ"ר להשכרה בישראל. הזכויות הנ"ל צפויות לשמש להרחבת היקף פעילותה בטווח הבינוני-ארוך. בהתאם לתוכניות הפיתוח שהוצגו על ידי החברה, מידרוג מצפה כי ההתרחבות האמורה תעשה באופן מדורג, תוך מתן דגש על פרמטרים להקטנת סיכון כגון, השכרה משמעותית מראש של שטחים לפני תחילת פיתוח, חתימה על הסכם ליווי בנקאי, בחינה מעמיקה של הביקושים והמצב המקרו כלכלי ויישום תוכנית עבודה מסודרת אשר ימנע מצב שבו פעילות הייזום בחברה תהיה בהיקף אשר יגלם עלייה מהותית בפרופיל הסיכון בפעילות. מידרוג תבחן את השפעת אופן הפיתוח בפועל על רמת הסיכון היזמי בפעילות.

סיכונים עסקיים

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

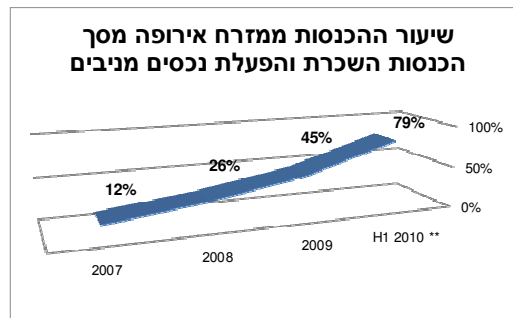
ענף הנדל"ן מושפע משינויים בביקושים שהינם קשורים בתנאי הסביבה המקרו כלכלית ומאופיינים בהשקעות עתירות הון. סיכונים אלו מקבלים משנה תוקף בפעילות הייזום בענף הנדל"ן אשר הינה בעלת רמת סיכון גבוהה יחסית, נוכח החשיפה לסיכונים הכרוכים בתהליך רכישת הקרקעות, משך הזמן להוצאת הפרוייקט, ייזום הפרוייקטים וההשקעה בבנייתם ולאחר מכן מציאת שוכרים/מכירת הדירות והטמעת פעילות הנכס לאורך זמן. מגזרי הפעילות של החברה הכוללות מכירת דירות למגורים במזרח אירופה וכן ייזום נדל"ן מניב כמו גם מימוש מלא/חלקי של נכסים מפעם לפעם, מוביל לסיכון יזמי בינוני-גבוה.

בהתחשב בשווי נכסי הנדל"ן בהקמה ושווי בספרים של מלאי הדירות הגמורות אשר מגלמים גם כן סיכון יזמי, כ- 15% מסך מאזן החברה ליום 30.09.10 מיוחס לפעילות הייזום. להערכת מידרוג, היקף זה נמוך מההיקף המייצג את רמת הייזום האינהרנטית בטווח ארוך בפעילות החברה שכן החברה סיימה לאחרונה פרויקטים משמעותיים אשר הקטינו את סך פעילות הייזום במאזן. נכון למועד דוח דירוג זה החברה מפתחת 3 פרויקטים בלבד (כולם בישראל) בהיקף שאינו גדול ביחס לפעילותה, וכי בשנת 2010, החברה השקיעה עד כה כ- 64 מיליון ₪ בלבד בפיתוח נדל"ן להשקעה בהקמה, להערכת מידרוג, בהתאם לתחזיות החברה היקף הפיתוח צפוי לגדול בשנים הקרובות.

סיכונים ענפיים משמעותיים הנובעים מריכוז חלק מפעילות החברה במדינות מזרח אירופה - חלקן בעלות מאפייני כלכלות

מתפתחות

למרות פיזור פעילות החברה בין מספר מדינות והשונות המובנית במצב ענפי הפעילות בין מדינות מזרח אירופה (כך למשל, המשבר הפיננסי השפיעה באופן שונה מהותית על בולגריה ולטביה מאשר על פולין וצ'כיה), לחברה קיימת חשיפה כלכלית למדינות מזרח אירופה, אשר צפויה לגדול לאור תוכניות הפיתוח העתידית ועלולה לפגום בהקטנת הסיכון הנובעת מהפיזור הגיאוגרפי הנרחב. כך למשל, לכלכלות רומניה, סרביה, בולגריה ולטביה אשר מרכזות חלק ניכר מפעילות החברה, קיימים מאפיינים של כלכלות מתפתחות התלויות באופן ניכר בהשקעות זרות לצורך המשך צמיחתן והן חשופות לגורמי סיכון משותפים באופן הפוגם באפשרות לפיזור סיכון. להערכת מידרוג, האמור הינו מודגש יותר במגזר הבנייה למגורים של החברה אשר מתבצע כולו במדינות מזרח אירופה. להלן תרשים המציג את גידול החשיפה למזרח אירופה בשנים האחרונות על ידי הצגת % מסך ההכנסות הנובעות ממזרח אירופה:



* הגרף אינו כולל את חלק החברה בהכנסות מחברות מוחזקות (באקוטי) בישראל

תלות בנכס מניב עיקרי - קניין Cotroceni

על אף שבבעלות החברה מספר רב של נכסים מניבים, כ-38% מתזרים ה-NOI השנתי המייצג של החברה למועד דוח דירוג זה, נובע מקניין Cotroceni (כ-121 מיליון ש"ח). גם כאשר כוללים בחישוב את חלק החברה בחברות מוחזקות ותזרים צפוי ממלאי גמור למגורים, היחס הנ"ל עומד על כ-31%. לחברה קיימת תלות וחשיפה לתוצאות הפעילות של הקניין אשר מהווה, להערכת מידרוג, גורם סיכון בפעילות. התלות מתבטאת לא רק בתזרים השוטף של הקניין אלא אף על יכולת המימון מחדש או הכנסת שותפים תוך יצירת תזרים עודף. יצוין, כי לאחר הגידול הצפוי בהיקף פעילות החברה (ראה לעיל) התלות בנכס תקטן. כמו כן, איכות הפרמטרים שהקניין מציג מאז פתיחתו, הכוללים תפוסה מעל כ-92%, traffic גבוה הנע בין 60 אלף איש ליום באמצע שבוע ו-90 אלף איש ליום בסוף שבוע, רמת פיזור ההכנסות מ-280 השוכרים בנכס, תורמת להקטנת הסיכון הגלום בנכס.

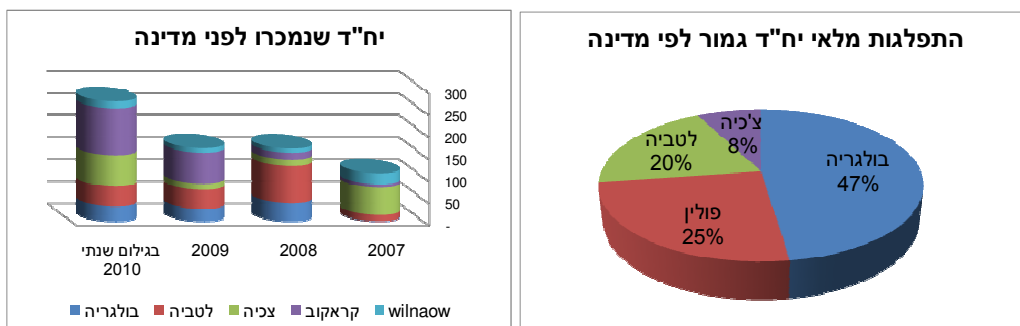
מלאי דירות גמורות בהיקף ניכר במזרח אירופה המצביע על קשיים בפעילות הייזום למגורים של החברה בשנים האחרונות

בייחוד בלטביה ובולגריה; הימשכות מגמת ההתעוררות במכירת דירות עשוי לתרום באופן מהותי לנזילות בטווח הקצר-

בינוני

כאמור, חלק מפעילות החברה הינו בתחום הבנייה למגורים במדינות מזרח אירופה. כיום החברה לא מצויה בהליך פיתוח יח"ד נוספות, אלא במכירת מלאי הדירות הגמורות העומד על כ-565 יח"ד נכון ליום 30.09.10. בגין מלאי הדירות הנ"ל לחברה ישנן הלוואות בנקאיות בסך של כ-193 מיליון ש"ח אשר החברה מעריכה את מועד פירעון מפעם לפעם כך שהן נפרעות מתוך תקבולי מכירת הדירות. כמו כן, כפי שצוין החברה מחזיקה בקרקעות לבניית מעל 13,000 יח"ד במזרח אירופה אשר כנגד חלקן ישנן הלוואות בסכום כולל של כ-138 מיליון ש"ח (המהוות LTV של כ-15% לעומת ערכן בספרים). מגזר פעילות זה נפגע באופן מהותי במדינות פעילות החברה כפי שבא לידי ביטוי בירידה בקצב ומחיר הדירות

בשנים 2008-2009 ובמלאי יח"ד הגמורות שטרם נמכרו. במהלך Q1-Q3 2010 חלה התאוששות מסוימת, כפי שבאה לידי ביטוי בקצב מכירות יח"ד והתייצבות יחסית במחירי הדירות למרות שמחירי הדירות למ"ר ירדו בכ- 7% ו-8% בלטביה ובולגריה, בהתאמה, בין שנת 2009 לבין 2010. כמו כן, הפחתת שווי המלאי בשנת 2010 בסך של כ-26 מיליון ש"ח מיוחסת כולה לקרקעות ברומניה (כ-19 מיליון ש"ח) ולטביה (כ-7 מיליון ש"ח) ולא למלאי הגמור.



* פרויקט Wilnaow מוצג לפי חלק החברה במכירת יח"ד (30%) החברה מחזיקה ב-100% מהפרויקטים האחרים

בנוסף למלאי הדירות הגמור, החברה מתכוונת להתחיל בשלבים נוספים של פרויקטים בפולין ובצ'כיה בשנת 2011. מכיוון שעלות בניית מלאי הדירות הגמורות מהווה עלות שקועה, בהינתן קצב המכירות הנוכחי, החברה צפויה לייצר תזרים שנתי (לא רווח) של כ-65-75 מיליון ש"ח ממכירת מלאי הדירות הגמורות והמלאי בביצוע. המשך קצב המכירות האמור לאורך זמן יביא לשיפור במספר רב של פרמטרים פיננסיים כגון יחסי איתנות, תזרים שוטף, יחסי כיסוי ונזילות. יצוין, כי לאור נתוני המכירות הנוכחיים, בפני החברה עדיין ניצבים אתגרים משמעותיים הנובעים ממלאי הדירות בבולגריה ולטביה אשר צפויים להמשיך ולהעיב על נתוני החברה בטווח הבינוני.

אתגרים באכלוס שטחים פנויים בנכסים וותיקים ואכלוס נכסים חדשים

נכון למועד דוח דירוג זה, החברה עומדת בפני אתגרים הכוללים את אכלוס מרבית השטחים בשלב ב' בניין המשרדים בבני ברק (פרויקט קונקורד) בשטח של כ-12 אלף מ"ר. כמו כן, על החברה להשקיע מאמצים בהשכרת שטחים בחלק מנכסיה הוותיקים - בייחוד שטחי משרדים ולוגיסטיקה במזרח אירופה בהיקף של כ-86 אלף מ"ר המושכרים בתפוסה ממוצעת של כ-65% בלבד. התפוסה הנמוכה בנכסים האמורים, מביאה לכך שאלו אינם יוצרים תזרים שיעור משמעותי (לאחר שירות קרן וריבית ההלוואה שכנגדם). יצוין, כי לדברי החברה, היא נמצאת במו"מ מתקדם לגבי השכרת שטחים נוספים רבים בנכסיה הקיימים, כמו גם, לגבי נכסים בבנייה.

צורך במתן תמיכה בשירות החוב של חברת האם - אפריקה השקעות; פריסה נוחה יותר ללוח הסילוקין של אפריקה השקעות לאחר הסדר חוב, ממתן את הלחץ התזרימי על החברה בטווח הקצר-בינוני

ביום 21.03.10, אישר בית המשפט המחוזי בתל אביב את הסדר החוב בין חברת האם, לבין מחזיקי אגרות החוב שלה. ההסדר כלל פריסה של 4.6 מיליארד ש"ח חוב אג"ח ל-2 סדרות. סדרה כ' - כ-3.6 מיליארד ש"ח. לפירעון על פני 13 תשלומים שנתיים שווים החל משנת 2013, סדרה כה' הכוללת כ-1 מיליארד ש"ח. אשר עומדת לפירעון בתום כשנתיים מתאריך השלמת ההסדר כאשר מכירת נכסים בשווי מסוים מהווים Trigger לפירעון מוקדם חלקי. יצוין כי עד למועד דוח דירוג זה, חברת אפריקה השקעות דיווחה על מספר עסקאות אשר אמורות לתרום לפירעון סדרה כה' בטווח הקצר ובכך להקטין את החשיפה למקורות בטווח הקצר- בינוני. אולם, להערכת מידרוג החברה תידרש לתמוך בחברת אפריקה השקעות באמצעות דיבידנדים בטווח הבינוני-ארוך. אי עמידת חברת האם בתחזיות מימוש ההסדר ומקורותיו עלולה להוביל לעליית רמת החשיפה של החברה ובהתאם להוביל להורדת דירוג.

יחסי הכיסוי בין החוב הפיננסי לבין התזרים הפרמננטי (FFO) אינם בולטים לטובה בשל בנק קרקעות משמעותי שאינו מניב הכנסות; השפעה מהותית של קצב מכירת יח"ד על רמת יחסי הכיסוי אשר חושפים את החברה לתנודתיות ביחסי הכיסוי

בהתחשב ב-NOI ומצבת ההתחייבויות הנוכחית של החברה (כולל חלק החברה בנכסים והתחייבויות של חברות מוחזקות), היחס בין ה-FFO לבין החוב הפיננסי, בהעדר מכירת יח"ד, הינו גבוה ועומד על כ-40-35 שנים. בהתחשב בקצב המכירות והרווחיות הגולמית הנגזרת ממכירות החברה בשנת 2010, יחס הכיסוי צפוי לעמוד על כ-34-27 שנים, אשר אינו בולט לטובה. יחסי הכיסוי הנ"ל נובעים בין היתר מהיקף ההשקעה בבנק הקרקעות הלא מניב ומנגד הוצאות המימון הנובעות מההלוואות כנגד קרקעות אלו ובגין מלאי הדירות הגמור. לפיכך, בשלב זה החברה תאלץ לשרת את חובה הפיננסי בין היתר ממקורות חיצוניים לתזרים הפרמננטי כגון מימוש ו-refinance למספר נכסים. יצוין כי יחסי הכיסוי בדוחות הנוכחיים של החברה אינם מייצגים בשל תקופת הנבה הקצרה משנה של נכסים ובשל שיפור בחלק מנכסי החברה שטרם בא לידי ביטוי בדוחות וכן בגין ריבית ששולמה ב-9 החודשים הראשונים בגין כל שנת 2010.

החברה חשופה לשינויים בשווי ההון של הנכסים

לחברה היקף קרקעות משמעותי ונכסים באזורי פעילות אשר סובלים מכלכלה תנודתית, אשר טרם צלחה את משבר האשראי, החושפים את החברה לירידה בשווי של נכסיה אשר עלולה לפגוע בתוצאות הכספיות של החברה ורמת איתנותה הפיננסית. חשיפת החברה מתבטאת אף באמות מידה פיננסיות עליהן היא צריכה לשמור, בין היתר, במסגרת תנאי שטר נאמנות של אג"ח, אשר עלולים להוביל את יחסי איתנות החברה, במקרי הפחתות שווי משמעותיות, לסביבת מגבלת ההתניות.

חשיפה לירידת שער החליפין של האירו אל מול הש"ח; מנגד גידור טבעי להלוואות הנכסים אשר הינן במטבע זה להכנסות

הערך המתואם ליום 30.09.10 של אג"ח החברה עומד על כ-645 מיליון ש"ח. כל הסכום הנ"ל הינו שקלי וכ-570 מיליון ש"ח מתוך הסכום הנ"ל הינו צמוד למדד המחירים לצרכן. אחד המקורות העיקריים לשירות האג"ח נובע מהכנסות שמקורם בהכנסה במט"ח - בעיקר הכנסה באירו. כתוצאה מכך, לחברה קיימת חשיפה מסוימת לירידת שער החליפין של האירו אל מול השקל אשר יביא לקיטון במקור משמעותי לשירות החוב ביחס לגובה החוב. נכון למועד דוח דירוג זה, החברה לא מיישמת מדיניות גידור כנגד ירידה בשער החליפין של האירו אל מול השקל. יצוין כי לחברה קיים גידור טבעי בקשר להלוואות הבנקאיות שהיא לקחה כנגד נכסיה בשל היותן של כל אחת מההלוואות במטבע זה להכנסות מהנכס שכנגדו הן נלקחו.

כמו כן, לגבי החשיפה לשינויים במדד המחירים לצרכן הנובעת ממבנה החוב, לחברה קיים גידור טבעי חלקי כתוצאה מהיותם של מרבית מהכנסותיה מדמי שכירות בישראל צמודות מדד.

גמישות פיננסית בינונית-נמוכה ביחס ללוח הסילוקין של החברה

לחברה יתרת קרקעות בלתי משועבדות בשווי של כ-632 מיליון ש"ח. אולם, בניכוי הקרקעות שצפויות עליהן בניית פרויקטים (אשר יובילו לשיעבודן במסגרת הלוואות ליווי), סך הקרקעות הלא משועבדות עומד על כ-315 מיליון ש"ח בלבד. לפיכך, יחס שוויים של קרקעות אלו ליתר האג"ח (אשר אין כנגדם שעבודים) אינו בולט לטובה ועומד על כ-46%. יתרה מכך, אין מדובר בנכסים נזילים והיכולת לנצל את הקרקעות הנ"ל לצורך הפקת נזילות תלוי בשיפור באקלים הפיננסי ובהעדר מחנק אשראי במדינות בהן ממוקמות הקרקעות. מנגד יש לציין, כי היקף הלוואות שכנגדן משועבדים הנכסים



מידרוג

בישראל הינו נמוך יחסית, כפי שבא לידי ביטוי ביחס ה- LTV, שעומד על כ- 44% בלבד ולמרות שהיחס לגבי הנכסים המשועבדים המניבים באירופה עומד על כ-67%, סביר להניח כי החברה יכולה לממש או להגדיל את שיעור המינוף כנגד הנכסים האיכותיים בחו"ל ברמה מסוימת. יש לציין, כי גמישות נוספת של החברה מתבטאת באחזקות החברה במניות אפי אירופה אינן משועבדות.

אופק הדירוג

גורמים העשויים לשפר את הדירוג

- גידול משמעותי בתזרים הפרמננטי ושפור משמעותי ביחסי הכיסוי והאיתנות
- שיפור משמעותי בנזילות ובגמישות פיננסית

גורמים העלולים לפגוע בדירוג

- הרעה משמעותית באיתנות הפיננסית וביחסי הכיסוי
- אי עמידה בתחזיות תזרים המזומנים לרבות בשל חלוקת דיבידנדים באופן אשר יש בו כדי להרע את נזילות החברה
- שינויים מהותיים בניהול ואסטרטגיית החברה וחברת האם - אפריקה השקעות, לאורך זמן
- עליה בסיכון העסקי עקב שינוי באסטרטגיית המימון וההשקעות

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

31.12.2008	30.09.2009	31.12.2009	30.09.2010	נתונים פיננסיים אלפי ₪
383,962	255,953	330,855	230,240	הכנסות מהשכרת והפעלת נכסים
237,801	124,327	152,809	137,748	הכנסות מעסקאות בניה ומקרקעין
621,763	380,280	483,664	367,988	סה"כ הכנסות
331,620	229,712	297,889	210,187	NOI מהשכרת והפעלת נכסים
-287,452	-47,154	-103,013	-26,981	הפחתת מלאי לשווי מי מושנטו
28,138	14,134	21,937	27,523	רווח גולמי מעסקאות בניה ומקרקעין
359,758	243,846	319,826	237,710	רווח גולמי
57.9%	64.1%	66.1%	64.6%	% רווח גולמי
273,172	178,991	213,782	161,184	EBITDA בנטרול שערורים
180,494	169,905	232,918	153,820	הוצאות מי מון, נטו
-123,728	91,397	-158,875	1,122	רווח (הפסד) לתקופה
5,867,646	4,678,720	4,645,148	3,910,990	חוב פיננסי
194,352	199,075	184,106	138,129	נזילות**
5,673,294	4,479,645	4,461,042	3,772,861	חוב פיננסי, נטו
9,128,044	7,767,907	7,435,285	6,865,976	CAP
8,933,692	7,568,832	7,251,179	6,727,847	NET CAP
2,741,582	2,849,541	2,575,772	2,759,776	הון עצמי וזכויות מיעוט
10,001,420	8,378,674	8,057,130	7,348,291	סך מאזן
9,941,448	8,330,518	7,988,321	7,332,084	סך מאזן בני כו מקדמות מלקוחות
64%	60.2%	62.5%	57.0%	חוב פיננסי / CAP
64%	59%	62%	56.1%	חוב פיננסי / NET CAP
27%	34%	32%	37.6%	הון עצמי / מאזן
28%	34%	32%	37.6%	הון עצמי / סך מאזן בני כו מקדמות
-39,277	-73,978	4,623	169,331	תזרים מפעילות שוטפת CFO
145,512	41,396	114,703	44,849	FFO*
39	81	39	63	חוב פיננסי נטו / FFO ישר
21	19	21	18	חוב פיננסי, נטו / EBITDA בנטרול שערורים
1.5	1.1	0.9	1.0	EBITDA בנטרול שערורים / הוצאות מי מון, נטו

* הפרש בין חוב פיננסי לחוב המתואם נובע מהלוואות מחברת האם שהיו בעלות מאפייני הון עצמי ** FFO חושב לפי רווח תפעולי מפעילות שוטפת, ביני הוצאות מי מון תזרימיות נטו, תשלום מס שוטף ובתוספת דיבידנד שהתקבל מחברות מוחזקות *** זילות הינה בנטרול מזמנים משועבדים

קיטון בהיקף פעילות החברה החל משנת 2009 בשל מכירת נכסים בישראל לצורך שירות חוב חברת האם; תחילת היפוך

המגמה בשל השלמת בנייה ואכלוס נכסים חדשים במזרח אירופה וביחוד קניון Cotroceni ברומניה

במהלך שנת 2009 החברה מכרה מספר נכסים משמעותיים בישראל הכוללים, בין היתר, 95% ממגדל אפריקה ישראל ברחוב אחד העם תמורת כ-167 מיליון ₪, קניון סביונים ביהוד תמורת 193 מיליון ₪, מכירת 51% מחברת מחצית היובל (אשר הינה הבעלים של קרית הממשלה ופרויקט מעונות הסטודנטים בירושלים) בתמורה לכ-135 מיליון ₪ (שהתקבל בחלקו כהחזר הלוואות בעלים) ומכירת 73.4% מקניון רמת אביב תמורת כ-195 מיליון ₪. הסכומים הנ"ל, כמו גם מקורות נוספים שהיו לחברה, שימשו להחזר הלוואות בעלים מחברת אפריקה השקעות בסכום כולל של כ-1.5 מיליארד ₪. בעקבות העסקאות הנ"ל, היקף פעילות החברה קטן כפי שבא לידי ביטוי בסך המאזן, ה-CAP ובעיקר ב-NOI

שהחברה מייצרת. כך למשל, ה-NOI שהחברה הניבה במחצית השנייה של שנת 2009 עמד על 113 מיליון ₪ והינו קטן בכ - 39% לעומת ה-NOI שהחברה הניבה במחצית הראשונה של שנת 2009 ואשר עמד על כ-185 מיליון ₪. לעומת זאת לאחר פתיחת קניון Cotroceni ברומניה כמו גם אכלוסם של מספר נכסים נוספים ה-NOI של החברה החל לעלות בחזרה, כך שנכון למועד דוח דירוג זה ה-NOI השנתי המייצג של החברה הינו מעל כ-320 מיליון ₪ (ללא חברות המוצגות באקוויטי בישראל).

חלק ניכר מההפסד הנקי בשנים 2008-2009 מיוחס להפחתת מלאי דירות וקרקעות למגורים לשווי מימוש נטו, בשל השפעת המשבר הפיננסי על מחירי הדירות במדינות מזרח אירופה

בשל הרעה בשוק הנדל"ן למגורים במספר מדינות בהן פועלת החברה ובהתאם לכללי ה-IFRS, החברה ביצעה הפחתות של מלאי המקרקעין ברשותה בסכום של כ - 390 מיליון ₪ בשנים 2008-2009, אשר היוו חלק ניכר מההפסד הנקי בשנים אלו. יצוין כי חלק מהפחתת השווי האמורה נבעה גם מפרויקטים אשר נמכרים בקצב מכירות טוב אך אשר ככל הנראה מחיר רכישת הקרקע אינו משקף את שווי המלאי כיום. כך למשל, למרות שקצב המכירות בפרויקט החברה בקראקוב פולין הינו סביר, הירידה במחירים הביאה להפחתת מלאי הקרקע בגובה של כ - 21 מיליון אירו.

ניתוח נזילות

גמישות פיננסית אינה בולטת לטובה, נזילות סבירה ביחס ללוח הסילוקין לטווח קצר של החברה

נכון למועד דוח דירוג זה, לחברה (סולו) פירעון אג"ח שנתי בגובה של כ- 154 מיליון ₪ בשלוש השנים הקרובות וכ-116 מיליון ₪ לשנה, בשנתיים לאחר מכן. בנוסף, ישנה אמורטיזציה שנתי של הלוואות לזמן ארוך מבנקים בישראל בגובה של כ- 40-35 מיליון ₪. כמו כן, לחברה פירעון שנתי של הלוואותיה בחו"ל בגובה של כ- 60-55 מיליון ₪. נכון ל- 30.09.10, לחברה יתרות נזילות, בנטרול מזומנים משועבדים בסך 139 מיליון ₪ (כ- 64 מיליון ₪ ללא אפי אירופה). נכסיה המניבים של החברה (ללא רווח גולמי ממכירת יח"ד ולאחר קבלת דיבידנד מחברות מוחזקות) צפויים לייצר לחברה תזרים FFO של כ-110-100 מיליון ₪. מלאי הדירות הגמור ובבניה צפוי להניב לחברה תזרים שנתי של כ- 75-65 מיליון ₪ בשנים הקרובות לפי קצב המכירות הנוכחי. לאור זאת, להערכת מידרוג, לחברה קיימים מקורות תזרימיים הדרושים על מנת לעמוד בלוח הסילוקין בטווח הקצר. בטווח הבינוני, שירות הלוואות מצריך מחזור הלוואות. מידרוג תבחן את התממשות המתווה האסטרטגי שהוצג ביחס ללוח הסילוקין של החברה.

דוחות מתודולוגיים:

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

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

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

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 ממחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים מפעילות שוטפת.	

סולם דירוג התחייבויות

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

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: AFIN101110350M

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") 2010.

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 צריכה להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין 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.