



# אפריקה ישראל נכסים בע"מ

דו"ח פעולת דירוג ו פברואר 2016

1

אנשי קשר:

אילון גרפונקל, עו"ד - רו"ח - ראש צוות בכיר  
[eylong@midroog.co.il](mailto:eylong@midroog.co.il)

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

## אפריקה ישראל נכסים בע"מ

| דירוג סדרות (Issue) | A3.il | אופק דירוג: יציב |
|---------------------|-------|------------------|
|---------------------|-------|------------------|

מידרוג מאשרת מחדש דירוג A3.il באופק יציב עבור סדרות אג"ח ה', ו' ו-ז' שבמחזור, אותן הנפיקה חברת אפריקה ישראל נכסים בע"מ (להלן: "אפריקה נכסים" או "החברה"). כמו כן, מאשרת מידרוג דירוג זהה להנפקת סדרה חדשה ו/או הרחבת סדרות קיימות, בסכום של עד 200 מיליון ש"ח ע.ב. תמורת הגיוס תשמש בעיקר למחזור חוב ולפעילות השוטפת לרבות רכישת נכסים וקרקעות נוספות.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 02/02/2016. למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן, בהתאם למבנה ההנפקה, ככל שתבוצע.

להלן פירוט האג"ח במחזור של החברה:

| סדרת אג"ח | מספר ני"ע | מועד ההנפקה המקורי | שיעור ריבית שנתית | תנאי הצמדה | יתרת אג"ח ליום 30.09.2015 במיליוני ₪ | יתרת פירעון האג"ח |
|-----------|-----------|--------------------|-------------------|------------|--------------------------------------|-------------------|
| ה'        | 1122233   | ינו-11             | 5.90%             | מדד        | 489                                  | 2016-2019         |
| ו'        | 1129550   | אוג-13             | 4.80%             | מדד        | 149                                  | 2017-2021         |
| ז'        | 1132232   | מאי-14             | 3.70%             | מדד        | 403                                  | 2021-2023         |

סה"כ: 1,041

**הדירוג נתמך**, בין היתר, מהיקף ה-NOI של החברה, במיצוב הנכסים ובבשלות המקורות לשירות החוב; מיחסי האיתנות הטובים ביחס לרמת הדירוג, גם בהתחשב בתרחישי רגישות הכוללים, בין היתר, הפחתה של חלק מהשווי של הקרקעות לבנייה בטווח הארוך במזרח אירופה, רכישת קרקעות וגידול בהיקף החוב בגין נכסים בייזום; מיציבות, ואף שיפור, בחלק מהאינדיקטורים של תיק הנכסים המניבים, כפי שמשתקפים בשיפור בתפוסות ובחידושי חוזים; מיתרות הנזילות בחברה ומגוון המקורות לשירות החוב, הכוללים גם את התזרים הפרמננטי, החזרי הון עצמי (ממגזר המגורים), מימון נכסים מחדש ומימושי נכסים. כל אלו תורמים ליכולת שירות החוב בחברה. כך למשל, החברה מימשה לאחר תאריך המאזן חלק ממתחם משרדים בנס ציונה ואת חלקה בבית פסגות ת"א תוך הפקת תזרים מזומנים בהיקף של כ-220 מיליון ₪; מהצפי לשיפור ביחסי הכיסוי עם השלמת תהליכי ייזום מתקדמים של מספר נכסים. יצוין כי להערכת מידרוג, חישוב יחסי הכיסוי, כפי שעולים מהדוחות הכספיים, אינו תואם במלואו את מודל פעילות החברה, הכולל יצירת רווח יזמי ממכירת נכסים מניבים מעת לעת. להערכת מידרוג, החברה תפעל למימוש נכסים גם בעתיד, באופן שעלול להביא לתנודתיות ביחסי הכיסוי. מכיוון שנכסים אלו מוצגים כנכסי נדל"ן להשקעה, הרווחים מעסקאות אלו אינם באים לידי ביטוי במסגרת ה-FFO וה-EBITDA; הדירוג מושפע לשלילה מהמודל העסקי היזמי של החברה והחשיפה לפעילות זו. מגזר הייזום ומימוש הנכסים מעלה את רמת התנודתיות בתוצאות ומשפיע לשלילה על פרופיל הסיכון. עם זאת, החברה מציגה Track Record חיובי במגזר זה, לרבות רכישה, תכנון, שיווק, אכלוס ומימוש של נכסים בישראל ובמזרח אירופה. בהקשר זה נציין את זכיית החברה ביחד עם שותפה (50%) במכרז לרכישת קרקע משמעותית במתחם שרונה ת"א, הכוללת שטחים המיועדים לשיווק בהיקף כולל של כ-114 אלפי מ"ר (המיועדים בעיקר למשרדים וכן למסחר). האמור מגדיל את נוכחות החברה בתחום הנכסים המניבים בישראל, כאשר הנכס ממוקם באזור ביקוש מרכזי וזאת לעומת השקעות משמעותיות בנכסים מניבים ובייזום במזרח אירופה. יחד עם זאת, מדובר בהיקף ייזום משמעותי שעלול לגרום לעלייה ברמות המינוף; מחשיפת החברה לשווקים מתפתחים ובייחוד לרומניה (מדורגת Baa3 יציב במודי'ס), המרכזת חלק ניכר מה-NAV שלה. בנוסף, לחברה חשיפה מסוימת לסרביה ובולגריה, אשר טרם התאוששו באופן מלא מהמשבר הפיננסי. מנגד, מידרוג



מצינת לחיוב את פעילות החברה בישראל, בצ'כיה ובגרמניה, באופן התורם להפחתת התלות והחשיפה לשווקים מתפתחים; מהתלות בנכס מניב עיקרי - קניון Cotroceni; מחשיפת החברה לבעלת השליטה "אפריקה ישראל להשקעות בע"מ" (מחזיקה בכ-56% ממניות החברה) ולהתדרדרות בכלכלת רוסיה (נבהיר כי לחברה אין פעילות במדינה) אשר משפיעה לשלילה על פעילות בעלת השליטה ועלולה להגדיל את תלותה בחברה. בהקשר זה נציין כי הדירוג יושפע לשלילה ככל ויהיו חריגות מהותיות לעומת תכניות החברה לחלוקת דיבידנדים כפי שהנ"ל הוצגו למידרוג. נציין כי, לדברי החברה ולתאריך הדו"ח, תוכניות החברה לחלוקת דיבידנד נוסף והיקפו כאמור לעיל טרם אושרו בדירקטוריון החברה.

#### פירוט גורמי מפתח

##### מצבת נכסים מניבה משמעותית מחזקת את נראות התזרים הפרמננטי ואת יכולת שירות החוב

לחברה מצבת נכסים מניבים בשווי משמעותי של מעל ל-5.7 מיליארד ₪ (לפי חלק החברה בנכסים), הפרוסים על פני 7 מדינות (בעיקר ברומניה, ישראל, סרביה, גרמניה וצ'כיה). היקף ה-NOI שהפיקו הנכסים בשלושת הרבעונים הראשונים עומד על כ-355 מיליון ₪ (בגילום שנתי), היקף משמעותי פעילות משמעותי לרמת הדירוג. ביחס לשנים האחרונות, ולמרות מימשי הנכסים המניבים שבוצעו בתקופות אלו, החברה מציגה בד"כ צמיחה בהיקף ה-NOI (בייחוד בהתחשב בנכסים אשר בנייתם הושלמה או מציגה לקראת השלמה). קיים גם שיפור בשיעור התפוסה המשוכלל בחברה, שכיום עומד על כ-94% (בנטרול נכס בבולגריה - אשר במהלך שנת 2014 הוסדרה ההלוואה בגינו), בהשוואה לכ-88% בסוף שנת 2013. נציין כי החברה השלימה לאחרונה מימשי נכסים מניבים בישראל (בית פסגות בת"א ומכירת 40% מהזכויות בנכסים במתחם בנס ציונה). פעולות אלו מורידות באופן זמני את היקף התזרים הפרמננטי אולם היקף הפעילות המשמעותי של החברה מאפשר מימושים אלו ללא השפעה ניכרת על היקף התזרים בטווח הבינוני וללא הגדלת המינוף. כמו כן, החברה נמצאת לקראת השלמת הקמת מספר נכסים מניבים בישראל ובאירופה אשר צפויים להביא לגידול בהיקף ה-NOI בשנים הקרובות. בחלק גדול מהפרויקטים בפיתוח, החברה מרחיבה מתחמים פעילים באמצעות זכויות בניה לא מנוצלות. לכן, להערכת מידרוג הסיכון הספקולטיבי הגלום בפעילות זו מתמתן. יתרה מכך, בחלק מהנכסים בייזום ישנן השכרות מראש על חלק מהשטחים.

החברה מציגה גם שיפור ניכר בביצועי הנכס המרכזי שלה, "Cotroceni". מדובר על קניון בבוקרשט, בשטח כולל של כ-80 אלף מ"ר. הנכס מציג צמיחה של כ-24% ב-NOI, שעלה מכ-24.6 מיליון אירו בשנת 2011 לכ-30.5 מיליון אירו בשנת 2015 (בגילום שנתי). היקף ההכנסות השנתיות מהנכס בשנים הבאות צפוי להמשיך לצמוח בכ-1-2 מיליון אירו, זאת נוכח תכניות החברה לפעול להגדלת שטחי ההשכרה בקניון.

לאור האמור, מידרוג רואה במצבת הנכסים של החברה גורם המשפיע לחיוב על הפרופיל העסקי, באופן התורם לנראות התזרים הפרמננטי ויכולת שירות החוב בחברה.

##### צבר קרקעות ונכסים בבנייה צפויים לתרום להמשך הגידול במקורות התזרים ומקטינים את הצורך ברכישת קרקעות

לחברה קרקעות וזכויות בניה לא מנוצלות רבות בישראל ובמזרח אירופה, אשר בכוונתה לפתח עליהן נכסים מניבים ונדל"ן למגורים באופן הדרגתי בעתיד. צבר קרקעות זה מקטין, במידה מסוימת, את הצורך ברכישת קרקעות בהיקפים משמעותיים, אשר יש בה כדי לפגוע בפרופיל העסקי והפיננסי. זאת, בהנחה שהחברה תמשיך לפתח את הקרקעות הנ"ל, תוך נקיטת צעדים למיתון הסיכון היזמי, כגון השכרת שטחים מראש, הבטחת מימון לליווי הבנייה ובנייה מודרגת של

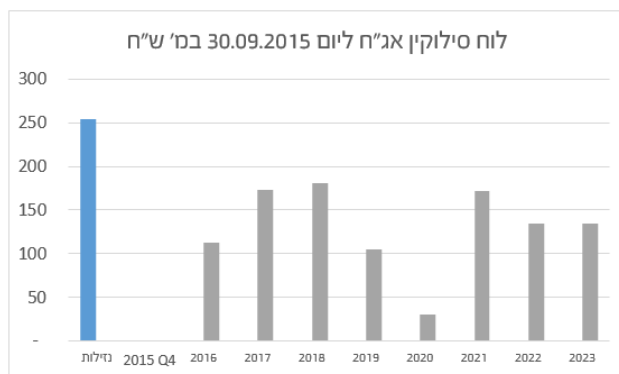


הנכסים. נציין כי לחברה Track Record ניהולי חיובי, המאופיין בייזום, תפעול, ומימוש מספר רב של פרויקטים. מידרוג רואה בחיוב את קיומו של צוות מקצועי, בעל ניסיון רב שנים בתחום, באופן המעניק לחברה התמחות ספציפית באזורי הפעילות העיקריים, ובכך ממתן, במידה מסוימת, חלק מהסיכונים הכרוכים בייזום פרויקטים באותם אזורים. מנגד, גם כיום יש בבעלות החברה מספר קרקעות במזרח אירופה, שהנראות להפקת תזרים משמעותי מהן לשירות החוב הינה נמוכה. למרות הצבר, החברה לעיתים נוהגת לרכוש גם קרקעות חדשות, כגון פרויקט ייזום הדירות להשכרה בהרצליה והקרקע לייזום פרויקט מגורים בבלגרד, סרביה (אשר נמצא כבר בבנייה). בנוסף, החברה בוחנת רכישה של קרקעות נוספות בעלות זמינות לבנייה בטווח הקצר.

### **לחברה מקורות מגוונים התורמים ליכולת שירות החוב בעתיד הנראה לעין; שיעור מינוף נמוך על מספר נכסים מניבים ממתן את ההשפעה של היעדר נכסים מניבים חופשיים משעבוד**

נכון ליום 30.09.2015, יתרת הנזילות (בנטרול מזומנים מוגבלים) של החברה עומדת על כ-250 מיליון ₪. בהתחשב בעסקאות שהושלמו לאחר תאריך המאזן ובדיבידנד שחולק, יתרת הנזילות כיום הינה נמוכה יותר (גם בהתחשב בהשלמת עסקת רכישת חטיבת הקרקע בשרונה). טרם הגיוס הצפוי, פירעונות האג"ח לשנת 2016 עומדים על כ-113 מיליון ₪ ולשנת 2017 על כ-173 מיליון ₪, כאשר יתר ההלוואות החברה הינן בגין הנכסים ומשולמות מתוך תזרים הנכסים עצמם. מקורות החברה לשירות החוב כוללים את יתרת הנזילות, התזרים הפרמננטי, החזר ההון העצמי שהושקע ורווח בגין מגזר המגורים. כמו כן, ייתכנו מימושי נכסים נוספים. לחברה אין נכסים מניבים לא משועבדים, ומרבית הנכסים הלא משועבדים של החברה כוללים קרקעות, מלאי יח"ד למגורים ומניות חברת אפי אירופה, אשר לא שועבדו לטובת האג"ח. לפיכך, הגמישות הפיננסית אינה גבוהה. מנגד, מצבת הנכסים המניבים צמחה תוך שיפור מיצוב ותפוסות התיק, באופן המשפר את יכולת החברה לממש נכסים או לבצע מימון מחדש לנכסים המשועבדים ב-LTV נמוך יחסית.

4



## נתונים פיננסיים עיקריים אלפי ש"ח דוח מאוחד

| 31.12.2011 | 31.12.2012 | 31.12.2013 | 30.09.2014 | 31.12.2014 | 30.09.2015 | נתונים פיננסיים אלפי ש"ח                       |
|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------------------------------------------|
| 300,484    | 316,278    | 350,105    | 283,058    | 379,348    | 265,733    | NOI מהשכרת והפעלת נכסים                        |
| 12,430     | 2,117      | 13,928     | 7,408      | 8,971      | 2,514      | רווח נולמי מעסקאות בניה ומקרקעין               |
| 312,914    | 318,395    | 364,033    | 290,466    | 388,319    | 268,247    | רווח נולמי                                     |
| 253,194    | 263,768    | 308,802    | 249,490    | 332,810    | 232,565    | EBITDA בנטרול שערכים                           |
| 10,964     | -11,368    | 156,927    | 126,098    | 130,456    | 192,597    | שערוך נדל"ן, הפחתות מלאי, הכנסות והוצאות אחרות |
| -2,684     | -35,873    | 154,186    | 262,770    | 281,963    | 212,785    | רווח (הפסד) לתקופה                             |
| 3,728,975  | 4,186,046  | 4,458,767  | 4,279,854  | 4,166,155  | 4,165,897  | חוב פיננסי                                     |
| 11,262     | 123,555    | 50,979     | 55,702     | 71,015     | 79,536     | מזומנים מוגבלים (לצורך פירעון הלוואות) **      |
| 359,547    | 78,918     | 170,612    | 128,118    | 308,170    | 254,764    | נדילות בנטרול מזומנים מוגבלים **               |
| 3,358,166  | 3,983,573  | 4,237,176  | 4,096,034  | 3,786,970  | 3,831,597  | חוב פיננסי, נטו                                |
| 6,645,541  | 7,125,271  | 7,512,633  | 7,466,949  | 7,431,544  | 7,471,962  | CAP                                            |
| 6,274,732  | 6,922,798  | 7,291,042  | 7,283,129  | 7,052,359  | 7,137,662  | CAP נטו                                        |
| 2,681,853  | 2,625,231  | 2,691,223  | 2,786,558  | 2,856,875  | 2,896,570  | הון עצמי וזכויות מיעוט                         |
| 7,133,104  | 7,615,152  | 7,918,656  | 7,877,737  | 7,810,342  | 7,860,688  | סך מאזן בניכוי מקדמות מלקוחות                  |
| 56%        | 59%        | 59%        | 57%        | 56%        | 56%        | חוב פיננסי ל-CAP                               |
| 54%        | 58%        | 58%        | 56%        | 54%        | 54%        | חוב פיננסי נטו ל-CAP                           |
| 38%        | 34%        | 34%        | 35%        | 37%        | 37%        | הון עצמי וזכויות מיעוט למאזן בניכוי מקדמות     |
| 75,838     | 73,653     | 103,537    | 72,771     | 104,192    | 68,897     | * FFO מותאם                                    |
| 49         | 57         | 43         | 46         | 41         | 45         | חוב פיננסי/ FFO בגילום שנתי *                  |
| 44         | 54         | 41         | 44         | 37         | 42         | חוב פיננסי נטו/ FFO בגילום שנתי *              |
| 13.3       | 15.1       | 13.7       | 12.3       | 11.4       | 12.4       | חוב פיננסי, נטו/ EBITDA בגילום שנתי            |

\* FFO חושב לפי רווח תפעולי מפעילות שוטפת, בניכוי הוצאות מימון תזרימיות נטו, תשלום מס שוטף ובתוספת דיבידנד שהתקבל מחברות מוחזקות \*\* מיתרת הנדילות נטרלו המזומנים אשר הופקדו לפירעון הלוואות בנקאיות.

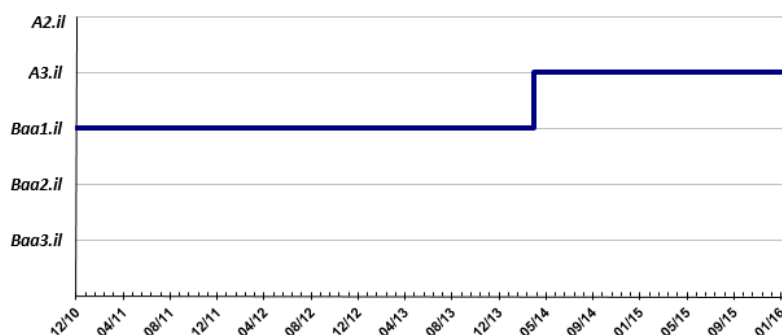
גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג ואופק הדירוג

- המשך גידול במצבת הנכסים המניבים ותוך כדי גידול בפיזור
- המשך גידול בתזרים הפרמננטי ויחסי הכיסוי, ככל שיתמכו באופן משמעותי בפעילות והוצאות החברה
- המשך שיפור בנזילות החברה ובגמישותה הפיננסית

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג ואופק הדירוג

- חלוקת דיבידנדים בהיקף משמעותי, שיש בה כדי לפגוע באיתנות הפיננסית ובנזילות
- הרעה משמעותית באיתנות הפיננסית וביחסי הכיסוי
- הרעה משמעותית בכלכלות אליהן חשופה החברה, באופן שיש בו כדי לפגוע באיתנות ו/או בתזרים
- שינויים מהותיים בניהול ואסטרטגיית החברה וחברת האם, שיש בהם כדי לפגוע בפרופיל הסיכון

היסטוריית דירוג



החברה הינה חברה בת של חברת אפריקה ישראל להשקעות בע"מ אשר מחזיקה בכ" 56% ממניות החברה. החברה עוסקת בייזום, פיתוח ותפעול של מבני משרדים, תעשייה ומסחר בישראל ובמזרח אירופה (באמצעות חברת AFI Europe N.V). בנוסף, החברה פועלת בתחום ייזום והקמת פרויקטים למגורים במזרח אירופה.

### מחקרים מתודולוגיים

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

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

דו"ח קודם: ספטמבר 2015

תאריך דו"ח: 02 בפברואר 2016

## מונחים פיננסיים עיקריים

|                                                                                                    |                                                                        |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------|
| הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.                                                                      | הוצאות ריבית<br><i>Interest</i>                                        |
| הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.      | הוצאות ריבית תזרימיות<br><i>Cash Interest</i>                          |
| רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.                                                    | רווח תפעולי<br><i>EBIT</i>                                             |
| רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.                                                          | רווח תפעולי לפני הפחתות<br><i>EBITA</i>                                |
| רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.                                                    | רווח תפעולי לפני פחת והפחתות<br><i>EBITDA</i>                          |
| רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.                  | רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה<br><i>EBITDAR</i>       |
| סך נכסי החברה במאזן.                                                                               | נכסים<br><i>Assets</i>                                                 |
| חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית. | חוב פיננסי<br><i>Debt</i>                                              |
| חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.                                                  | חוב פיננסי נטו<br><i>Net Debt</i>                                      |
| חוב + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.                        | בסיס ההון<br><i>Capitalization (CAP)</i>                               |
| השקעות ברוטו בציוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.                                                  | השקעות הוניות<br><i>Capital Expenditures (Capex)</i>                   |
| תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.          | מקורות מפעילות *<br><i>Funds From Operation (FFO)</i>                  |
| תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.                                   | תזרים מזומנים מפעילות שוטפת *<br><i>Cash Flow from Operation (CFO)</i> |
| מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.                                         | תזרים מזומנים פנוי *<br><i>Retained Cash Flow (RCF)</i>                |
| תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - דיבידנדים.                                       | תזרים מזומנים חופשי *<br><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.



|        |                                                                                                                                                                           |
|--------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Aaa.il | מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.                                               |
| Aa.il  | מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.                                                   |
| A.il   | מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.                                                        |
| Baa.il | מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים. |
| Ba.il  | מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.                          |
| B.il   | מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.            |
| Caa.il | מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.   |
| Ca.il  | מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.   |
| C.il   | מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.            |

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa.il ועד Caa.il המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאלה 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.

בנוסף, האינדיקטור (hyb) יתווסף לכל הדירוגים של מכשירים היברידיים המונפקים על ידי בנקים ומבטחים. בהתאם לתנאיהם מכשירים היברידיים מאפשרים שמיטה של תשלומי דיבידנד, ריבית או קרן, אשר עשויים לגרום לחוב להפוך לפגום<sup>1</sup>, בקרות שמיטה כזו. מכשירים היברידיים עשויים להיות כפופים למחיקות של קרן בהתאם לתנאיהם. הדירוג לזמן ארוך יחד עם האינדיקטור (hyb) משקף את סיכון האשראי היחסי של ההתחייבות.

<sup>1</sup> להגדרת חוב פגום הנכם מוזמנים בחוברת סולמות דירוג והגדרות דירוג באתר מידרוג.

© כל הזכויות שמורות לחב' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

למידרוג יש זכויות יוצרים באתר זה ובמסמכים המופיעים בו, לרבות בפסקה זו, והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה כלשהי, מסחרית או אחרת, ללא הסכמת מידרוג מראש ובכתב.

#### אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכונים הסתמכות על דירוג

דירוגי מידרוג ו/או פרסומיה הנם בגדר חוות דעת סובייקטיביות, הנכונים למועד פרסומם, ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, ביחס להתחייבויות אשראי, לחובות ו/או למכשירים פיננסיים דמויי חוב. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי, וכן חוות דעת נלוות ששימשו אותה בתהליך הדירוג. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן הערכות יחסיות של סיכונים אשראי ו/או של ישויות ו/או מכשירים פיננסיים בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. יובהר כי הבחירה בסימול כמשקף סיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה החוזיות הפיננסיות למועד פירעון, וכן כל הפסד כספי משוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו. כמו כן, הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום תחייבות להתאמה של השקעה כלשהי למשקיע מסוים או המלצה להשקעה מכל סוג שהוא בהסתמך על הדירוג. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט על ידה ובדירוגים וכל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע את כל הבדיקות המתאימות והנדרשות בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך, על מנת להעריך בעצמו את הכדאיות של כל השקעה בכל מכשיר פיננסי שהינו שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. על כל משקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על עניינו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר. 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 ועל ידי כל משקיע, ובהתאם לכך, כל משתמש במידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה ו/או באמור במסמך זה וכל משקיע חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות ההשקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מכשיר פיננסי אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. "משקיע" - משקיע במכשיר פיננסי שנקבע לגביו דירוג או במכשיר פיננסי של תאגיד מדורג.

כל המידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה, ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמינים, ובין השאר על ידי הישות המדורגת, מידרוג איננה אחראית לנכונותו והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת בכל האמצעים הסבירים להבנתה כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה אמינים, לרבות תוך הסתמכות על מידע שהינה מקבלת מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וכאשר הדבר מתאים, אולם מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע.

מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין, למעט אם נקבעה אחריותם במפורש על פי דין, כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, לרבות בשל אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; או (ב) כל הפסד או נזק הנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג אשראי מסוים שהונפק על ידה של מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה), פעולה בזדון או פעולה שהחוק לא מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או מי מטעמה של מידרוג, בין אם היתה מודעת ובין אם לאו, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מצהירה בזאת, שרוב המנפיקים של המכשירים הפיננסיים המדורגים על ידה או שבקשר עם הנפקתם נערך הדירוג, התחייבו לשלם למידרוג עבור הדירוג, טרם ביצוע הדירוג. מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס Moody's (להלן: "מודי'ס"), המחזיקה ב-51% ממניות מידרוג. יחד עם זאת, תהליכי הדירוג של מידרוג הינם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית בשיקול דעתה ובהחלטותיה.

דירוג שמידרוג הנפיקה נכון למועד עריכתו, והוא עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>. כמו כן, ניתן לפנות לאתר לשם קבלת מידע נוסף על נהלי מידרוג ו/או על עבודת ועדת הדירוג שלה.