

אפריקה ישראל להשקעות בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aa2	דירוג סדרה
------------------	-----	------------

הדירוג ניתן לאג"ח שתנפיק אפריקה ישראל להשקעות בע"מ ("אפריקה השקעות" או "החברה") בסך של עד 750 מיליון ש"ח, במח"מ שלא יעלה על שש שנים. דירוג האג"ח מותנה בכך שיחס החוב הפיננסי נטו ל-CAP במאזן המאוחד לא יעלה על שיעור של 55.0%.

התפתחויות עסקיות עיקריות¹

השקעות גבוהות בנכסי נדל"ן בשנת 2007 מומנו ברובן מהגדלת החוב ומגיוס הון מול הפעילות ברוסיה
בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2007 רשמה החברה השקעות תזרימיות בנכסי נדל"ן לסוגיהם השונים, לרבות בדרך של הלוואות והשקעות בחברות כלולות, בסך של כ-9.3 מיליארד ש"ח. כמחצית מסכום ההשקעה הינה בנדל"ן להשקעה ולפיתוח בארה"ב. המאפיינים הבולטים של ההשקעות בשנה החולפת הינם: השקעות בפרויקטים גדולים מאוד בארה"ב, הגברת החשיפה לפעילות ייזום נדל"ן למגורים במזרח אירופה והמשך השקעות במקרקעין ברוסיה, לצד השקעות בפיתוח הפרויקטים הקיימים¹. להערכת מידרוג, השנה החולפת חידדה את מאפייני הפעילות של אפריקה ישראל, כחברה המצויה בתנופת השקעות מאסיבית ומתמשכת, כאשר השבת המזומנים נדחקה בשלב זה. אף כי יש במאפייני זה רמת סיכון עסקי בלתי מבוטלת, הרי שמספר אלמנטים חיוביים ממתנים את הסיכון: הצפת הערך של הפעילות ברוסיה, מהווה להערכת מידרוג צעד עסקי מוצלח ששיפר מאוד את האיתנות הפיננסית; יעד ההשקעה העיקרי בשנה האחרונה - ארה"ב, הינו יעד יציב ומבוסס, שבו לחברה ניסיון עסקי רב; לבסוף, ההשקעות ברוסיה, הצפויה להוות יעד משמעותי בשנים הקרובות, בוצעו עד כה בעיקר ממקורות עצמיים, ללא חוב בכיר. חלק מכך נובע ממאפייני הסיכון הגבוהים של רוסיה.

אפריקה ישראל (מאוחד): תמצית דוח מקורות ושימושים, במיליוני ש"ח

2004	2005	2006	1-9/06	1-9/07	
302	624	584	292	94	תזרים FFO
44	84	557	-	1,384	תמורה ממימוש רכוש קבוע ונדל"ן להשקעה
	201	-	-	-	תמורה מהשקעה בכלולות
302	138	164	149	5,478	הנפקת הון למיעוט
20		386	386		הנפקת הון
2,781	3,473	2,868	1,695	9,535	קבלה נטו של הלוואות לזמן ארוך וקצר
-	-	-	217	-	קיטון בצרכי הון חוזר נטו
3,449	4,519	4,559	2,739	16,491	סך מקורות
130	143	549	43	162	עליה במקרקעין
1,189	309	-	146	1,753	השקעה בנדל"ן למגורים בחו"ל
658	2,420	1,516	513	6,250	נדל"ן להשקעה, רכוש קבוע ואחר
182	-	546	486	1,226	השקעה בחברות מוחזקות
2,159	2,871	2,611	1,188	9,392	סך השקעה בנדל"ן
587	336	5	-	1,012	עלייה בצרכי הון חוזר נטו
180	200	200	200	373	דיבידנד לבעלי המניות
53	56	44	46	-	דיבידנד למיעוט
127	235	585	262	550	השקעה בפקדונות והלוואות לז"א
342	821	1,115	1,043	5,165	גידול במזומנים, פקדונות ובטוחות
3,449	4,518	4,559	2,739	16,491	סך שימושים

מחברים:
סיגל יששכר
ראש צוות בכיר
i.sigal@midroog.co.il

אישי קשר:
אביטל בר דיין, סמנכ"ל
ראש תחום תאגידים
ומסדות פיננסיים
bardavan@midroog.co.il

מידרוג בע"מ
מגדל המילניום
רח' הארבעה 17
תל-אביב, 64739
טל': 03-6844700
פקס: 03-6855002
info@midroog.co.il
www.midroog.co.il

דו"ח זה מתייחס למבנה הנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד 9.1.2008. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. 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 דוח הדירוג.

¹ האירועים מתייחסים לתקופה שהחלה ברבעון הראשון של שנת 2007 ועד מועד דוח זה. להרחבה ראה גם פעולת דירוג מאוגוסט 2007.

שינויים בהנהלה

בחודש דצמבר 2007 הודיעה החברה על סיום תפקידו של מנכ"ל החברה מר ארז מלצר שהחל בתפקידו באוגוסט 2006. במקומו של מר מלצר מונה כמ"מ מנכ"ל מר נדב גרינשפון המכהן כדירקטור בחברה. בשנה החולפת ארעו מספר עזיבות של מנהלים בכירים בחברה (הבולטים שבהם: סמנכ"ל הכספים, ראש מינהל כספים וחשבות, מנהל חטיבת הנכסים, מנהל חטיבת אירופה, מנהל חטיבת אסיה). במידרוג מוסיפים להעריך כי הפיתוח העסקי והניהול האסטרטגי של קבוצת אפריקה ישראל מצויים בידי של בעל השליטה הדומיננטי מר לב לבייב, המפגין לאורך זמן מעורבות ניהולית גבוהה בחברה.

רווחיות ותזרים

ירידה ברווחים השוטפים מפעילות פיתוח נדלן למגורים, המבטאת את סיום הפרויקטים הגדולים בארה"ב

אפריקה ישראל (מאוחד): תמצית דוח רווח והפסד, במיליוני ש"ח²

2003	2004	2005	2006	1-9/06	1-9/07	
76	61	50	71	54	110	רווח מפיתוח מגורים בישראל
98	261	728	427	398	158	רווח מפיתוח מגורים בחו"ל
47	53	52	61	43	(36)	קבלנות ותשתיות
(20)	(19)	(28)	(35)	(26)		אחר
202	356	801	524	469	232	רווח גולמי מפיתוח נדל"ן למגורים
127	145	159	205	157	213	רווח מהשכרה והפעלת נכסים
(11)	4	21	39	29	29	רווח מהפעלת בתי מלון
2	(8)	(1)	26	14	119	רווח מתעשייה וטקסטיל
12	36	220	128	115	101	רווח נטו מחברות כלולות
(35)	(38)	(47)	(65)	(42)	(69)	הוצאות הנהלה וכלליות
297	495	1,153	857	742	626	סך רווח מפעילות שוטפת
12	128	213	575	102	106	רווחי הון ממימוש נכסים
0	93	36	196	180	3,419	רווחי הון מהנפקת חברת בת
35	69	13	91	17	67	הכנסות אחרות
0	0	0	0	0	1,090	עלייה בשווי הוגן של נדלן להשקעה
(58)	(7)	(18)	(60)	(4)	(62)	הפחתת רכוש אחר והוצאות אחרות
(79)	(104)	(268)	(425)	(398)	(435)	הוצאות מימון
206	673	1,129	1,235	640	4,811	רווח לפני מסים
(75)	(186)	(313)	(190)	(112)	(396)	מסים על הכנסה
(21)	(82)	(166)	(201)	(96)	(408)	חלק המיעוט ברווחי מאוחדות
111	406	650	844	432	4,007	רווח נקי לשנה

בתשעת החודשים הראשונים של השנה הסתכם הרווח מפעילות שוטפת בחברה בכ-626 מיליון ש"ח, לעומת כ-742 מיליון ש"ח בתקופה המקבילה – ירידה של כ-16%. הירידה החדה נרשמה ברווח הגולמי מפיתוח נדל"ן למגורים בחו"ל. הדבר נבע מסיום האכלוס וההכרה בהכנסות של מספר פרויקטים גדולים, בעיקר במנהטן, כאשר הפרויקטים החדשים הינם עדיין בשלבים מוקדמים. כך, חלק ניכר מהפרויקטים בביצוע במזרח אירופה, ברוסיה וכן מספר פרויקטים בארה"ב, מצויים בשלבי ביצוע ראשוניים עם שיעור מכירות נמוך יחסית. העלייה בהיקף היחידות בביצוע במזרח אירופה בין השנים 2006 ל-2007 נובעת מרכישה של מספר פרויקטים גדולים בעיקר בלטביה, בולגריה ופולין. בישראל ניכרת עלייה ברווח ממכירת דירות, כתוצאה מגידול בהיקף הפרויקטים בביצוע ובקצב התקדמותם.

² הדוחות הכספיים של החברה ערוכים על פי כללי החשבונאות הישראלים. ביום 1.1.2007 אימצה החברה לראשונה את תקן 16 בדבר נדל"ן להשקעה על פי מודל השווי ההוגן. לאימוץ התקן הייתה השלכה מהותית על תוצאות החברה כפי שיפורט להלן. החברה תיישם את תקני ה-IFRS החל מהדוחות הכספיים ליום 1.1.2008.

להלן נתונים על מכירת יחידות דיור לפי מגזרים גאוגרפיים עיקריים בתקופה 1-9/2007 לעומת התקופה המקבילה:

אפריקה ישראל (מאוחד): נתונים על פרויקטים בשלבי ביצוע						
ליום 30.9.2006			ליום 30.9.2007			
שיעור חתימה	חוזים שנחתמו*	יח"ד בביצוע	שיעור חתימה	חוזים שנחתמו*	יח"ד בביצוע	
46%	516	1,120	58%	847	1,448	ישראל
87%	223	255	19%	765	3,997	מזרח אירופה
39%	41	104	36%	79	222	רוסיה
44%	1,222	2,764	66%	720	1,420	ארה"ב
47%	2,002	4,243	39%	2,411	7,087	סה"כ

* לרבות זיכרון דברים

במגזר קבלנות הבנייה והתשתיות, באמצעות דניה סיבוס, נרשמה הרעה משמעותית בתוצאות בתשעת החודשים הראשונים של השנה, ובעיקר ברבעון השלישי. שתי סיבות עיקריות מסבירות את ההרעה: במגזר הקבלנות רשמה דניה סיבוס הפסד גולמי בסך של כ-0.2 מיליון ש"ח, אשר נבע מהפרשה בסך של כ-28.4 מיליון ש"ח בגין חובות חפציבה. בנטרול הפרשה זו, הרווח הגולמי במגזר הבנייה הסתכם בתקופה הנסקרת בכ-28.2 מיליון ש"ח (4.8% מהמכירות), לעומת כ-45.4 מיליון ש"ח בתקופה המקבילה אשתקד (5.9%). במגזר התשתיות רשמה דניה הפסד של כ-6.8 מיליון ש"ח לעומת רווח של כ-5.5 מיליון ש"ח בתקופה המקבילה. ההפסד בתקופה הנסקרת נבע בעיקר מפרויקט 431. במגזר הנכסים המניבים חל גידול בהכנסות וברווח בשל גידול במצבת הנכסים, בעיקר עקב רכישות שבוצעו על ידי אפי אירופה וכן מגידול בשיעורי התפוסה בנכסים קיימים. העלייה בהכנסות וברווח ממגזר התעשייה והטקסטיל נובעת מאיחוד לראשונה של אפריקה תעשיות (לשעבר פקר פלדה) בעקבות הגדלת האחזקות. הוצאות הנהלה וכלליות רשמו גידול שעיקרו (כ-12 מיליון ש"ח) נובע מפריסה של ההטבה הנוצרת בעת הענקת כתבי אופציה בהתאם לתקן חשבונאות 24 - תשלום מבוסס מניות. הגידול בהפרשה נובע מהקצאת אופציות חדשות. סעיף הפחתת רכוש אחר והוצאות אחרות גדל בעיקר בשל הוצאות נוספות על נדל"ן ששוער³. הכנסות האחרות גדלו בתקופה הנסקרת בעיקר בשל הכנסות מחברת מקרנות הנאמנות.

איתנות פיננסית

יישום לראשונה של תקן 16 הוביל להגדלת השווי ההוגן של הנדל"ן להשקעה במאזן בכ-2.2 מיליארד ש"ח, מרביתו בישראל ובארה"ב

החברה החליטה ליישם את מודל השווי ההוגן לשם הצגת נדל"ן להשקעה. לצורך זאת נעזרה בהערכות שווי של חברות שמאות חיצוניות. השווי ההוגן של נדל"ן להשקעה במאזן המאוחד ליום 1.1.2007 נקבע לסך של כ-5.2 מיליארד ש"ח. הגידול ביתרת נדל"ן להשקעה במאזן הסתכם בכ-2,188 מיליון ש"ח, כנגדו נרשמו גידול בעתודה למסים נדחים (כ-661 מיליון ש"ח), גידול בזכויות המיעוט (כ-630 מיליון ש"ח) והיתר - גידול בעודפים בהון העצמי (כ-897 מיליון ש"ח). כ-40% מתוספת השווי נבעה מנכסים מניבים בארה"ב וכ-40% נוספים מנכסים מניבים בישראל.

³ במסגרת תקן 16 נדל"ן ל השקעה מוצג לפי שווי שוק ולכן עלויות השלמה מוצגות כהוצאות אחרות.

אפריקה השקעות: תמצית מאזן מאוחד, מיליוני ש"ח*

<u>31.12.04</u>	<u>31.12.05</u>	<u>31.12.06</u>	<u>31.3.07</u>	<u>30.9.07</u>	
<i>IGAAP</i>	<i>IGAAP</i>	<i>IGAAP</i>	<i>IGAAP</i>	<i>IGAAP</i>	
3,574	5,684	1,175	1,386	1,644	רכוש קבוע
-	-	2,937	6,812	7,016	נדל"ן להשקעה
-	-	2,628	2,090	7,031	נדל"ן להשקעה בבנייה
1,928	2,372	2,457	3,540	4,609	מלאי בניינים למכירה
643	978	1,134	1,057	1,641	השקעה בכלולות ואחרות
1,107	1,164	1,562	1,532	2,396	מקרקעין
495	748	1,183	1,551	1,669	רכוש אחר
1,577	2,271	2,310	2,808	3,836	לקוחות חייבים ויתרות חובה
1,139	2,034	3,046	4,368	7,830	מזומנים ושווי מזומנים
253	283	339	699	832	רכוש שוטף אחר
10,716	15,535	18,771	25,842	38,504	סך נכסים
1,407	1,983	2,807	3,613	7,130	הון עצמי
645	979	1,236	2,467	4,504	זכויות מיעוט
1,695	3,374	3,135	4,528	8,891	הלוואות לז"א
115	252	209	962	1,074	סכמים נדחים
308	362	251	313	466	התחייבויות אחרות לז"א
957	2,808	4,481	5,654	7,134	אג"ח
4,433	4,533	5,340	6,017	6,990	הלוואות ואשראי מבנקים לז"ק
1,157	1,244	1,311	1,906	2,314	ספקים, זכאים ויתרות זכות
-	-	-	383	-	דיבידנד לשלם
10,716	15,535	18,771	25,842	38,503	סך התחייבויות והון עצמי

* הצגת מאזן מרץ 2007 נועדה להציג התפתחויות עיקריות מאז פעולת הדירוג הראשונה

שערוך נכסים והנפקת מניות אפי פיתוח הובילו לשיפור חד ביחסי האיתנות והורדת רמת המינוף, אלו קיזזו גידול חד בחוב למימון ההשקעות הנרחבות

יתרת החוב הפיננסי ברוטו (כל הנתונים במאוחד) ליום 30.9.2007 הסתכמה בכ- 23.0 מיליארד ש"ח, זאת לעומת כ- 13.0 מיליארד ש"ח ליום 31.12.2006, מרביתו חוב לבנקים. לצד הגידול בחוב, ניכר גידול חד ביתרת המזומנים (בעיקר בשל הנפקת הפעילות ברוסיה) ובנכסי נדל"ן להשקעה, (חלקו בשל שערוך שווי נכסים כמפורט לעיל) – אלו תרמו מאוד לחיזוק ההון העצמי, אשר יחד עם זכויות המיעוט הסתכם לכ- 11.6 מיליארד ש"ח ליום 30.9.2007 (מכך כ- 4.5 מיליארד ש"ח זכויות מיעוט), בהשוואה לכ- 4.0 מיליארד ש"ח ליום 31.12.2006 (מכך כ- 1.2 מיליארד ש"ח זכויות מיעוט). יחס החוב הפיננסי נטו לקאפ ליום 30.9.2007 עמד על 42.5%, זאת לעומת יחס של כ- 57.6% בסוף שנת 2006. יחס ההון העצמי למאזן, כולל זכויות מיעוט, עמד על כ- 30.2%. בעקבות שערוך שווי נדל"ן להשקעה בספרי החברה הפחיתה מידרוג את יחס המינוף המרבי התואם את דירוג של החברה, באופן עקבי עם הגידול בשווי המאזני של הנכסים. על פי הערכות מידרוג, יחס החוב נטו לקאפ המרבי לרמת הדירוג הינו 55%.

אפריקה השקעות (מאוחד): חוב פיננסי ויחסי איתנות בפועל ופרופורמה לאחר הגיוס*, במיליוני ש"ח

<u>12.04</u>	<u>12.05</u>	<u>12.06</u>	<u>3.07</u>	<u>9.07</u>	<u>9.07</u>	
					פרופורמה	
1,695	3,374	3,135	4,528	8,891	8,891	הלוואות מבנקים לזמן ארוך
957	2,808	4,481	5,654	7,134	7,884	אג"ח
4,433	4,533	5,340	6,017	6,990	6,990	אשראי מבנקים וחלויות שוטפות
<u>7,085</u>	<u>10,715</u>	<u>12,956</u>	<u>16,198</u>	<u>23,015</u>	<u>23,765</u>	סך חוב פיננסי
(1,139)	(2,034)	(3,046)	(4,750)	(7,830)	(7,830)	מזומנים ושווי מזומנים
<u>5,946</u>	<u>8,681</u>	<u>9,910</u>	<u>11,448</u>	<u>15,185</u>	<u>15,935</u>	חוב פיננסי נטו
1,407	1,983	2,807	3,613	7,130	7,130	הון עצמי
645	979	1,236	2,467	4,504	4,504	זכויות מיעוט
9,252	13,929	17,209	23,240	35,723	36,473	קאפ
76.6%	76.9%	75.3%	69.7%	64.4%	65.2%	חוב פיננסי / CAP
64.3%	62.3%	57.6%	49.3%	42.5%	43.7%	חוב פיננסי נטו / CAP
13.1%	12.8%	15.0%	14.0%	18.5%	18.2%	הון עצמי / מאזן
19.1%	19.1%	21.5%	23.5%	30.2%	29.6%	הון עצמי וזכויות מיעוט / מאזן

* פרופורמה – בהנחת גיוס אג"ח בסך של 750 מיליון ש"ח, יתר הדברים קבועים.

שיקולים עיקריים לדירוג

פיזור גבוה של השקעות באזורים גיאוגרפיים בעלי מאפייני סיכון שונים, על פני מספר רב של נכסי נדל"ן בעלי מאפייני סיכון שונים; מרכיב גבוה של נכסי נדל"ן מניב במיצוב גבוה, התורמים תזרים מזומנים יציב ומשמעותי, ומאופיינים בפיזור שימושים ושוכרים; מרכיב גבוה של פעילות בארה"ב המאופיינת באיתנות כלכלית גבוהה; בעל מניות אסטרטגי, ובעל תרומה ניכרת לפיתוח העסקי; תזרימי מזומנים יציבים מנכסים מניבים, המאופיינים במיצוב גבוה ובתפוסה גבוהה; איתנות פיננסית הולמת את רמת הדירוג, המתבטאת ביחס החוב לקאפ וביתרות נזילות גבוהות; הוכחת יכולת יישום של מהלכים עסקיים ופיננסיים מוצלחים אשר חיזקו את האיתנות הפיננסית; נגישות טובה לשוק ההון ונכסים לא משועבדים בהיקף משמעותי תורמים לגמישות פיננסית גבוהה.

תחום ייזום הנדל"ן מאופיין בסיכון עסקי גבוה הנובע מחשיפה גבוהה לשינויים ברמת הביקושים ובאווירה הכלכלית בפרק הזמן שבין ההשקעה בקרקע ועד למכירת הנכסים; תרומת פעילות הנדל"ן למגורים הינה תנודתית באופייה, בשל השונות הגבוהה בהיקף הפרויקטים, ברווחיותם ובקצב ביצועם; החברה מצויה בתנופת השקעות ותזרימי המזומנים מפעילות שוטפת הינם חלשים ותנודתיים בשל מרכיב גבוה של פרויקטים המצויים בשלבי פיתוח ראשוניים; חשיפה לשינויים חדים באווירה הכלכלית בארה"ב, המהווה יעד השקעות מרכזי בשנים האחרונות. עם זאת ההשקעות הקיימות והעתידיות בארה"ב מפורזות במדינות בעלות מאפיינים שונים מאוד; חשיפה הולכת וגדלה לשוק הרוסי המאופיין ביציבות פיננסית נמוכה וברמת סיכון גבוהה, לצד ביקושים ערים לנכסים. לחברה הכרות טובה מאוד בשוק זה, ניסיון רב ופלטפורמה תפעולית רחבה.

אופק הדירוג

גורמים העשויים לפגוע בדירוג:

- עלייה ביחס החוב הפיננסי נטו ל-CAP מעל לשיעור של 55%
- התפתחויות שליליות בתנאים הכלכליים ובסביבה העסקית באזורים ובמדינות בהן פועלת החברה, באופן שיש בהן להשפיע במידה משמעותית על רמת הסיכון של הפעילות
- שינוי משמעותי בתמהיל שווקי הפעילות של החברה, באופן שישפיע לרעה על רמת הסיכון העסקי

אודות המנפיק

אפריקה ישראל להשקעות בע"מ הינה חברת השקעות הפועלת במגוון תחומים בישראל ובחו"ל, ובעיקר בתחום ייזום נדל"ן למגורים ונדל"ן מניב. אפריקה השקעות פועלת בתחום הקבלנות והתשתיות באמצעות החברה בת דניה סיבוס בע"מ, בתחום התעשייה באמצעות אפריקה ישראל תעשיות בע"מ ובתחום המלונאות באמצעות מלונות אפריקה ישראל בע"מ. לאפריקה השקעות פעילויות נוספות באמצעות חברות כלולות, בניהן החזקה של 26.15% באלון חברת הדלק לישראל בע"מ - חברת דלק בינלאומית הפועלת בתחום האנרגיה בארץ ובארה"ב. בשנים האחרונות הרחיבה אפריקה השקעות, ישירות ובאמצעות חברות בנות, את פעילותה בחו"ל והיא מוסיפה ומגבירה את פעילותה הבינלאומית באמצעות השקעות בשווקים קיימים וכניסה לשווקים חדשים. הפעילות הבינלאומית כוללת ייזום ובנייה של נדל"ן למגורים, נדל"ן מניב, קניונים, קבלנות ומלונאות. מוקדי ההשקעה של החברה הם ארה"ב, רוסיה ומזרח אירופה. החברה פועלת במוסקבה החל מסוף שנות ה-90 ועד כה השלימה שם מספר פרויקטים בתחום הנדל"ן המניב והנדל"ן למגורים. מרבית ההשקעות ברוסיה מצויות בשלבי תכנון ראשוניים. בשנה האחרונה הגדילה החברה את השקעותיה בכל שווקי היעד. מר לב לבייב הינו בעל השליטה בחברה המחזיקה כ-74.99% מהון המניות ומזכויות ההצבעה ומכהן כיושב ראש החברה. בחודש דצמבר 2007 הודיעה אפריקה ישראל על סיום תפקידו של מנכ"ל החברה מר ארז מלצר שהחל בתפקידו באוגוסט 2006. במקומו של מר מלצר מונה כמ"מ מנכ"ל מר נדב גרינשפון המכהן כדירקטור בחברה.

סולם דירוג התחייבויות

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.	Aa	
התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.	A	
התחייבויות המדורגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	Baa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	B	
התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.	Caa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.	Ca	
התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.	C	

מידרוג משתמש 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 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.

דוח מספר : CRA010108750M
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"). 2008.

אין להעתיק, לצלם, להפיץ או לעשות כל שימוש מסחרי ללא הסכמת מידרוג, למעט לצרכים מקצועיים תוך ציון המקור ו/או לצורך החלטת השקעה.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעינייה 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 או מכל סיבה אחרת, על כן מומלץ לעקוב אחר עדכונו או שינויו 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, 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. 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.