

אפריקה ישראל להשקעות בע"מ

מעקב I מרץ 2012

1

מחבר:

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

אנשי קשר:

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

אביטל בר דיון, סמונכ"ל בכירה
bardayan@midroog.co.il

אפריקה ישראל להשקעות בע"מ

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

מידרוג מודיעה על העלאת הדירוג לסדרת אג"ח כו' שבמחזור מדירוג Baa2 לדירוג Baa1, אותן הנפיקה חברת אפריקה ישראל להשקעות בע"מ (להלן: "אפריקה השקעות", "הקבוצה" או "החברה") ומציבה אופק דירוג חיובי.

להלן פירוט האג"ח במחזור של החברה:

אומדן לערך יתרת	ריבית שנתית	תנאי	מועד ההנפקה המקורית	סדרת אג"ח כו'
31.12.11 האג"ח ליום יתרת (אלפי ₪) * , ***	נקובה	הצמדה	מאי-10	6110365
פירעון האג"ח	ממוצע 7% **	מדד		
2013-2025	3,748,460			

* אומדן יתרת האג"ח הינו גבוה מהערך בספרים בשל ניכיון שנוצר במועד הסדר החוב ** שיעור הריבית של אג"ח כו' עולה באופן מדורג מ-6% ל-10.75% ובממוצע עומד על 7% *** לטובת האג"ח במחזור, החברה שעבדה כ-24% ממניות אפי פיתוח וכ-51% ממניות אפריקה נכסים

העלאת הדירוג נתמכת, בין היתר, בשיפור המשמעותי בנזילות ובנראות התזרים הצפוי לשירות החוב סולו, בין היתר, בשל מימוש נכסים בארה"ב ונכסים בחברות אחרות, המוחזקות במלואן ע"י החברה (להלן: "הסולו המורחב"), כך שהנ"ל מומשו במחירים ואף במהירות טובה מצפי החברה במועד הדירוג הראשוני. בנוסף, בוצעו מספר פעולות לשיפור הנראות למימוש מספר נכסים נוספים בעתיד; במהלך התקופה האחרונה חל קיטון משמעותי בחוב סולו. קיטון אשר צפוי להימשך, בייחוד במידה והחברה תצליח בהשלמת ההחלפה המפורטת להלן; שיפור במבנה המאזן והמשך ירידה ברמות המינוף; שיפור במצבן הפיננסי של חברות בנות המתבטא, בין היתר, בהתקדמות ובהבשלה של פרויקטים, אשר ממוצבים כמובילים בשוקי פעילותם וצפויים להביא לשיפור משמעותי בתזרים הפרמננטי של הקבוצה וביחסי הכיסוי בחברות הבנות. כפי שמשקף, בין היתר, מהשיפור בדירוג/באופק הדירוג של מספר חברות בנות בקבוצה; המשך השיפור בשליטה ובבקרה לרבות מנגנונים לניהול הסיכונים ותזרים המזומנים, הן ברמת המטה והן בחברות הבנות, לרבות הסינרגיה והקוהרנטיות באסטרטגיה לאורך כלל הקבוצה; היקף הפעילות, איכות ומגוון המקורות לשירות החוב. מנגד, הדירוג מושפע לשלילה מהיקף הפעילות הניכר, המיוחס למדינות בעלות מאפיינים של כלכלות מתפתחות, לרבות רוסיה ומזרח אירופה (יצוין כי החברה ממוצבת כייזם בולט לטובה במדינות אלו וכי הקרקעות של החברה ממוקמות בדרך כלל באזורי ביקוש בערים מרכזיות); פעילות החברה מאופיינית בחשיפה לפעילות ייזום ענפה, כאשר החברה מנסה למתן חשיפה זו באמצעות הגדלת מצבת הנכסים המניבים ובאמצעות מנגנונים לניהול הסיכון הייזומי, לרבות השכרות מראש וקבלת הלוואות ליווי בנייה; לקבוצה קיימת תלות מסוימת בטווח הארוך בנכס מניב עיקרי- קניין אפי מול במוסקבה - נכס המצוי בשלבי הסתגלות ראשוניים ואשר, להערכת מידרוג, אחראי על כ-15% מה- NAV של החברה.

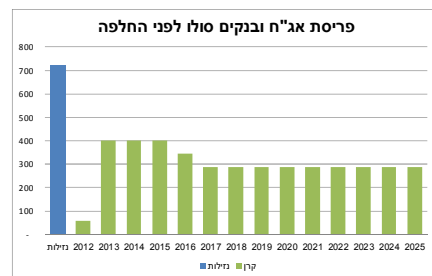
קביעת אופק דירוג חיובי משקפת את המשך השיפור הצפוי בפעילות החברה, הכולל גידול בהכנסות הצפויות משכ"ד בחברות הבנות, ככל שהחברה תמשיך להשכיר שטחים בנכסים המניבים ובנכסים המניבים בהקמה. בהקשר זה מידרוג תבחן את התקדמות פעילות חברת אפי פיתוח (64%) ברוסיה, לרבות הנזילות, ההשכרות בנכסים וכלל הפרמטרים התפעוליים באפי מול ביחס לתוכנית העבודה שהוצגה למידרוג; צפי להמשך הקיטון בחוב סולו, תוך שמירה

על נזילות טובה ביחס ללוח הסילוקין; שיפור בשיעורי הרווחיות וצפי לשיפור ביחסי הכיסוי; נגישות למקורות מימון מגוונים בחברות הבנות באופן אשר מעיד על יכולתן למחזר את ההלוואות המשמעותיות.

פירוט גורמי מפתח בדירוג

שיפור משמעותי בנזילות ובלוח הסילוקין של האג"ח באופן המביא לשיפור בפרופיל הסיכון

נכון למועד דוח דירוג זה, בהתחשב ביתרת הנזילות ליום 31.12.2011 ובתזרים של כ-576 מיליון ₪ שהתקבל בגין מימוש נכסים עד כה בשנת 2012, יתרת הנזילות סולו עומדת על כ-730-720 מיליון ₪ (יצוין כי בחברות הבנות ישנן יתרות נזילות נוספות בגובה של כ-800 מיליון ₪ - לפי חלק אפריקה השקעות). רמת נזילות זו נובעת, בין היתר, ממימוש נכסים מאז מועד הדירוג הראשוני, בהיקף של כ-1 מיליארד ₪ בסולו המורחב ובארה"ב. יצוין כי, לחברה פירעון קרן אג"ח שנתי של כ-286 מיליון ₪ בין 2013-2025, כאשר החברה בוחנת חלופות בקשר עם ביצוע מהלך שמטרתו, בין היתר, הקדמה של תשלומי הקרן של אגרות החוב לשנים 2013-2014, בהיקף של כ-570 מיליון ₪, בדרך של הצעת רכש חליפין בקשר עם סדרת האג"ח כפי שפורסם על ידי החברה. להערכת מידרוג, ההחלפה, ככל שתבצע, בהתאם למתווה שהוצג למידרוג, תתרום להקטנת פרופיל הסיכון של החברה. בהתאם לנתוני החברה וצפי למספר מהלכים נוספים, גם לאחר השלמת ההחלפה והפירעון המוקדם, יוותרו לחברה יתרות נזילות סולו של לפחות כ-300 מיליון ₪. בנוסף, לחברה אמורטיזציה שנתי של כ-115 מיליון ₪ בגין החוב הבנקאי סולו של החברה עד לשנת 2016. בכונת החברה לשרת את ההתייבויות הפיננסיות, בין היתר, מיתרות הנזילות הגבוהות בסולו ובחברות הקבוצה, מהמשך מימוש נכסים בארה"ב ובסולו המורחב, הצפויים להביא לתזרים נקי משמעותי. יצוין כי, לאור מספר מהלכים שהחברה ביצעה בארה"ב, כגון המשך מכירת שטחי מסחר, יח"ד, הקטנת הלוואות וכדומה, ישנו שיפור משמעותי בנראות המשך המימושים, באופן המקטין את התלות בשנים הקרובות כדיבידנדים מהחברות הבנות: אפי פיתוח ואפריקה נכסים. כאמור, בטווח הארוך (שנת 2015 ואילך) שירות החוב סולו יתבסס בעיקר על דיבידנדים מחברות אפי פיתוח ואפריקה נכסים ובמידה פחותה יותר גם מדינה סיבוס (המחזיקה, בין היתר, באפריקה מגורים) ואפריקה תעשיות. להערכת מידרוג, לאור האמור, לחברה נזילות טובה ביחס לעומס הפירעונות בשנים הקרובות. הגמישות הפיננסית של החברה נובעת מנכסי הסולו המורחב ומניות סחירות לא משועבדות, בשווי כולל של מעל 3.5 מיליארד ₪ (ללא המניות המשועבדות לטובת מחזיקי האג"ח). אולם יצוין, כי הגמישות הנ"ל כפופה לשעבוד השלילי שקיים לטובת בעלי האג"ח ושיעור ההחזקה באפי פיתוח (64%) ואפריקה נכסים (56%) אשר אינו מאפשר מכירה משמעותית של מניות, ללא איבוד שליטה מסוים. מנגד, שיעור השליטה באפריקה תעשיות (76.6%) ודניה סיבוס (73%) מאפשר מימוש מסוים של מניות ושמירה על שליטה, אולם מדובר בחברות בהיקף נמוך יותר מאפריקה נכסים ואפי פיתוח. להלן גרף המציג את פריסת לוח הסילוקין הקיים של קרן האג"ח + חוב בנקאי סולו:



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

לחברות הקבוצה כ-33 נכסים מניבים, המפוזרים על פני 10 מדינות וצפויים לייצר נסו שנתי של למעלה מ-450 מיליון ש"ח בהתאם לנתוני הרבעון הרביעי לשנת 2011, לעומת כ-300 מיליון ש"ח בשנת 2010. סכום זה צפוי להמשיך ולצמוח משמעותית בשנים הבאות בשל השלמה ואכלוס של נכסים מניבים ברוסיה, ישראל ומזרח אירופה וזאת אף בהתחשב בכך שהחברה נהגת לממש נכסים מניבים מפעם לפעם. יצוין כי, חלק ניכר מה-NSI האמור מיוחס לקניון אפי מול במוסקבה, אשר מושכר בתפוסה של כ-79% ואשר נפתח במאי האחרון (כך שהדוחות אינם משקפים הנבה שנתית מלאה של הנכס). היות ומדובר בנכס משמעותי בחברה, מידרוג תעקוב אחר התפתחות הפרמטרים התפעוליים של הקניון ביחס לצפי החברה, לרבות מספר המבקרים היומי, פדיון השוכרים, שכ"ד ושיעורי התפוסה אשר, להערכת החברה, צפויים להשתפר בשל פתיחת חניון (2,700 חניות), אכלוס מגדלי המשרדים הסובבים את הקניון, פתיחת תחנת רכבת תחתית נוספת בקניון וקמפיין שיווקי נרחב. יש לציין כי, למרות מרכזיות הקניון בפורטופוליו, 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 וזאת אף מעבר לנזילות הטובה של החברה.

לקבוצה מכרה מאות יח"ד בשנת 2011 בישראל, מזרח אירופה, ארה"ב ורוסיה, באופן התורם לשירות החוב. יצוין, כי יתרת 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

בשנה האחרונה חל שיפור משמעותי ביחסי האיתנות של החברה, בהמשך לאסטרטגיית החברה בשנים האחרונות. כך למשל, החוב הפיננסי בסוף שנת 2007 הסתכם בסך של כ-8.5 מיליארד ש"ח בסולו ובסך של כ-23 מיליארד ש"ח במאוחד לעומת רק כ-4.2 מיליארד ש"ח בסולו וכ-13.2 מיליארד ש"ח במאוחד ליום 30.09.11. במקביל לקיטון הנ"ל ההון העצמי של הקבוצה גדל בשל רווחים שוטפים, רווחים ממימוש נכסים, הסדרת החובות והנפקות הון. רמת האיתנות של החברה הינה בולטת לטובה 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 טובים.

יצוין, כי החברה ממשיכה ליישם את האסטרטגיה שהוצגה למידרוג בעבר, של טיוב מבנה המאזן והקטנת החוב ברמת הסולו, תוך שמירה על רמות מינוף סבירות בחברות הבנות. להערכת מידרוג, המשך המגמה של שיפור רמות המינוף והתאמת החוב לתזרים הפרמננטי ממצבת הנכסים המניבים, תאפשר נראות רבה יותר של מקורות החזר החוב בתוך חברות הקבוצה וכלפי חברת האם. הודעת החברה על ביצוע הצעת רכש חליפין מעידה על כוונת החברה להמשיך ולשפר את מבנה המאזן.

התפתחות התוצאות הכספיות

נתוני סולו			נתונים פיננסיים מאוחדים					נתונים פיננסיים אלפי ₪		
31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	החלפה והנפקת זכויות **	החלפה והנפקת זכויות **	החלפה והנפקת זכויות **	החלפה והנפקת זכויות **	החלפה והנפקת זכויות **	החלפה והנפקת זכויות **		
5,037	6,326	5,145			487,926	440,152	672,392	הכנסות מהשכרת והפעלת נכסים		
341,250	111,434	105,136			2,491,739	2,706,043	3,018,764	הכנסות מעסקאות בניה ומקר קעין		
ל"ר	ל"ר	ל"ר			1,383,938	1,876,727	2,397,037	מתעשייה		
ל"ר	ל"ר	ל"ר			11,860	28,246	44,841	מפעלויות אחרות		
346,287	117,760	110,281			4,375,463	5,051,168	6,133,034	סה"כ הכנסות		
89,463	22,697	18,714			684,342	816,228	892,891	רווח גולמי בניכוי הוצאות שיווק		
25.8%	19.3%	17.0%			15.6%	16.2%	14.6%	% רווח גולמי בניכוי הוצאות שיווק		
ל"ר	ל"ר	ל"ר			517,473	809,799	707,722	EBITDA בנטרול שערות		
-673,023	1,702,057	315,084			-763,378	1,833,675	628,381	רווח (הפסד) לתקופה		
7,709,031	4,112,124	3,181,305	4,179,109	3,606,657	18,731,441	12,497,567	12,126,173	13,123,977	12,551,525	חוב פיננסי
347,071	1,324,802	162,537	720,000	318,244	1,914,475	2,347,250	1,353,397	1,353,397	951,641	נזילות ***
7,361,960	2,787,322	3,018,768	3,459,109	3,288,414	16,816,966	10,150,317	10,772,776	11,434,586	11,599,885	חוב פיננסי נטו
8,844,747	7,644,889	7,676,644	7,676,644	7,206,888	23,437,504	20,932,544	21,621,468	21,621,468	21,151,712	CAP
8,497,676	6,320,087	7,514,107	6,956,644	6,888,644	21,523,029	18,585,294	20,268,071	20,268,071	20,200,071	NET CAP
1,135,716	3,532,765	4,495,339	3,497,535	3,600,230	4,320,402	8,040,906	8,793,059	7,795,255	7,897,950	הון עצמי וזכויות מיעוט
12,666,860	11,488,019	11,087,683	11,087,683	10,617,927	27,091,277	25,588,656	24,969,347	24,969,347	24,499,591	סך מאזן בניכוי מקדמות מלקוחות
87.2%	53.8%	41.4%	54.4%	50.0%	79.9%	59.7%	56.1%	60.7%	59.3%	חוב פיננסי/CAP
87%	44.1%	40.2%	49.7%	47.7%	78.1%	54.6%	53.2%	56.4%	57.4%	חוב פיננסי נטו / NET CAP
9%	30.8%	40.5%	31.5%	33.9%	15.9%	31.4%	35.2%	31.2%	32.2%	הון עצמי/ סך מאזן בניכוי מקדמות
					941,027	1,114,819	512,531			תורמים מפעילות שוטפת CFO
					32	13	15			חוב נטו ל-EBITDA

* אג"ח לפי ערך התייבוי כולל התאמה בין השווי בספרים הנגזר משווי השוק במועד הסדר החוב לבין הערך התייבוי הנוכחי ** תחת ההנחה של ביצוע החלפה מלאה בהתאם להיקף שפורסם ע"י החברה והנפקת זכויות בהתאם למתווה הסדר *** מתאמי שמרנות הגידול בנזילות סולו לא נלקחה בחשבון במאחד מכיוון שהנזילות המאוחדת מושפעת מהשימושים של החברות הבנות עצמן גם כן

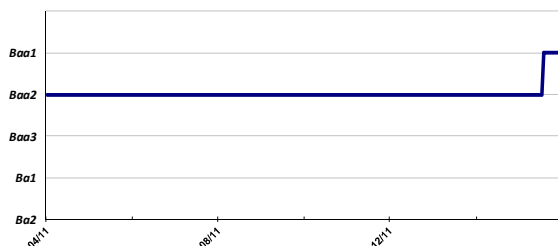
אופק הדירוג

גורמים העשויים לשפר את הדירוג

- עמידה בצפי החברה להגדלת ה-NOI הנובע ממצבת הנכסים המניבים, תוך שמירה לפחות על יחסי האיתנות הנוכחיים
- 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 בשטר הנאמנות של האג"ח



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 ותעשייה 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.](#)

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

המחקרים מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

דוח קודם: דוח דירוג ראשוני אפריל 2011

תאריך דוח: 28 במרץ 2012

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

סולם דירוג התחייבויות

התחייבויות המדרגות בדירוג <i>Aaa</i> הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	<i>Aaa</i>	דרגת השקעה
התחייבויות המדרגות בדירוג <i>Aa</i> הן, על פי שיפוט 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>	
התחייבויות המדרגות בדירוג <i>Ba</i> הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	<i>Ba</i>	דרגת השקעה ספקולטיבית
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 שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.	<i>Caa</i>	
התחייבויות המדרגות בדירוג <i>Ca</i> הן ספקולטיביות מאוד ועלולות 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.

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") 2012.

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 בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונות, שלמות, 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 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.