



# אפריקה ישראל תעשיות בע"מ

דוח מעקב שנתי | נובמבר 2010

1

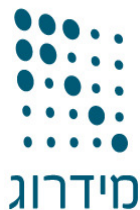
**מחבר:**

מתן אייל, רו"ח, אנליסט  
[matane@midroog.co.il](mailto:matane@midroog.co.il)

**אנשי קשר:**

סיגל יששכר, ראש תחום מימון חברות  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

אביטל בר-דיין, סמנכ"ל בכירה  
[bardayan@midroog.co.il](mailto:bardayan@midroog.co.il)



## אפריקה ישראל תעשיות בע"מ

אופק דירוג: חיובי	Baa1	דירוג סדרה
-------------------	------	------------

מידרוג מעלה את דירוג אגרות החוב (סדרה א') שהנפיקה אפריקה ישראל תעשיות בע"מ ("אפי" תעשיות" או "הקבוצה") מדירוג Baa2 באופק דירוג שלילי לדירוג Baa1 באופק דירוג חיובי. סדרות האג"ח הכלולות בפעולת דירוג זו:

שנות פירעון קרן	יתרה בספרים 30/06/2010 באלפי ש"ח	ריבית נקובה	הצמדה	ערך נקוב בהנפקה באלפי ש"ח	מועד ההנפקה	מס' ני"ע	סדרה
2011-2014	275,955 <sup>1</sup>	5.8%	מדד	350,000	10/09/2007	8000085	א'

### שיקולים עיקריים לדירוג

העלאת הדירוג משקפת את הערכת מידרוג כי ההשפעה השלילית של הורדת דירוג החוב של בעלת השליטה, אפריקה ישראל השקעות בע"מ ("אפי" השקעות") ומכך - אי הוודאות לגבי מבנה האחזקות העתידי של אפי" השקעות ולגבי דיבידנדים בהיקפים גבוהים שיחולקו, הוסרה ברובה. כמו כן העלאת הדירוג והצבת אופק הדירוג החיובי משקפים שיפור בפעילות של שתי אחזקות הליבה.

הדירוג נתמך במעמד העסקי הצומח של שתי אחזקות הליבה: פקר פלדה תעשיות בע"מ ("פקר") ונגב קרמיקה בע"מ ("נגב") - חברות מובילות בתחומן, בעלות ותק ומוניטין טובים, אשר מחזיקות בנתחי שוק מהותיים. אחזקות אלו נשאו עד כה בצורכי המימון שלהן בעצמן ותרמו את עיקר הרווח של הקבוצה. מגזר הפלדה רשם שיפור ניכר בתוצאות הכספיות בארבעת הרבעונים האחרונים, שנבע בחלקו הגדול מהעלייה החדה במחירי הפלדה. לצד זאת ניכרות בתוצאות גם התאוששות בביקושים ותוצאות צעדי ההתייעלות, שבוצעו בהצלחה בשנים 2008-2009. תרמה להתאוששות במגזר זה גם העלייה בהיקף הפעילות בחברת הבת ברוסיה.

מגזר הפלדה מאופיין ברמת סיכון עסקי גבוהה יחסית, נוכח תנודתיות חדה ברווחיות ובתזרימי המזומנים מפעילות. נגב מציגה צמיחה בהכנסות, תוך יציבות ברווחיות, רמת מינוף סבירה וזאת בסיכון ענפי בינוני.

רמת המינוף במאוחד הינה גבוהה יחסית, עם יחס חוב פיננסי ברוטו ל-EBITDA LTM של 6.2 ויחס חוב פיננסי ברוטו ל-FFO LTM של 8.3. רמת המינוף מושפעת לשלילה מהיקף החוב הפיננסי בחברה סולו, שכנגדו תיק נזיל בהיקף משמעותי ומיועד בחלקו הגדול, להערכת מידרוג, להשקעות חדשות. עד כה התמקדו השקעות הקבוצה בהגדלת האחזקות בחברות המוחזקות ובפיתוח פעילויות בתחומים משיקים ברוסיה. קיימת אי-וודאות לגבי ההיקף והתמהיל של ההשקעות העתידיות. ביום 8.11.2010 הודיעה החברה על הצעת רכש לרכישת מלוא מניות נגב קרמיקה המוחזקות על ידי הציבור (כ-25.28% מהון המניות המונפק), בתמורה כוללת של כ-61 מיליון ₪ ושתמומן ע"י גיוס חוב בנקאי.

לצרכי שירות החוב, קיימת לחברה תלות בדיבידנדים מהחברות המוחזקות ו/או ביכולתה למחזר התחייבויות פיננסיות. עד כה לא שולמו דיבידנדים בהיקפים משמעותיים מהחברות הבנות. יש להדגיש כי לחברה שליטה גבוהה במוחזקות ולפיכך ביכולתן לחלק דיבידנדים בהתאם לצרכי שירות החוב.

החל משנת 2011, בה יחל פירעון קרן האג"ח, לחברה צפוי להיות עומס פירעונות מהותי. לאור צפי לירידה ברמת הנזילות הגבוהה, כאמור לעיל, מידרוג מעריכה כי שירות החוב יעשה, במידה רבה, ע"י מחזור חוב פיננסי בקבוצה. הערכה זאת הינה בהתבסס על: רמת גמישות פיננסית טובה של הקבוצה ושל חברת הבת פקר; אחזקות החברה נקיות

<sup>1</sup> במהלך חודש דצמבר 2008 רכשה החברה כ-95 מיליון ₪ ערך נקוב של אגרות החוב, בסך של 60 מיליון ₪. החברה רשמה רווח של כ-40 מיליון ₪ כתוצאה מעסקה זאת.

משעבודים; נגישות טובה לבנקים. החברה פועלת להסדרת מסגרות אשראי חתומות משל עצמה מול הבנקים. השייכות לקבוצת אפי" השקעות אינה מהווה כיום שיקול מוביל בדירוג, יחסית למשקל שניתן לה בעת בה בעלת השליטה הייתה מצויה במצוקה פיננסית קשה. על סמך תחזיות הקבוצה, בשיקולי הדירוג נלקחה בחשבון חלוקת דיבידנד לבעלת השליטה, אם כי לא בהיקף שאפיין את שנת 2009.

**הצבת אופק הדירוג החיובי נובעת מ:** הצפי לשמירת ואף לשיפור רמת הרווחיות; שיפור מתמשך ביחסי הכיסוי; ביצוע השקעות אשר יציבו לחברה זרוע יציבה ותזרימית נוספת; שיפור בגמישות הפיננסית של החברה ככל שזאת תבסס את מסגרות האשראי החתומות כאמור לעיל.

**אפריקה תעשיות (מאוחד): ריכוז נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ₪**

FY2007	FY2008	FY2009	H12010	
1,752	1,724	1,551	1,719	סך מאזן
507	485	448	454	הון עצמי
794	844	761	845	חוב פיננסי ברוטו
347	263	274	299	מכר: חוב פיננסי ברוטו בחברה סולו
497	272	187	211	תיק נזיל
490	254	177	190	מכר: תיק נזיל בחברה סולו
1,363	1,934	1,403	876	סך הכנסות
113	39	67	61	רווח תפעולי <sup>3</sup>
5.9	12.1	7.5	6.2	Debt/EBITDA LTM
19	32	17	15	הוצאות מימון נטו
63	25	43	35	רווח נקי
-	21	70	-	דיבידנדים שחולקו לבעלי המניות
-	10	-	15	דיבידנדים שהתקבלו בחברה סולו

**מגזרי פעילות - נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ₪**

מגזר הקרמיקה					מגזר הפלדה					
FY2007	FY2008	FY2009	H12009	H12010	FY2007	FY2008	FY2009	H12009	H12010	
385	452	480	226	263	978	1,482	923	424	613	הכנסות
15	32	33	17	18	98	7	34	6	43	רווח תפעולי <sup>5</sup>
3.90%	7.08%	6.88%	7.59%	6.84%	10.02%	0.05%	3.68%	1.41%	7.01%	רווח תפעולי/הכנסות
9	20	24	11	13	54	5	23	3	25	רווח נקי
2.33%	4.42%	5.0%	4.86%	4.94%	5.52%	0.34%	2.5%	0.7%	4.0%	רווח נקי/הכנסות
269	327	353	349	391	1,153	1,144	1,025	1,095	1,115	סך נכסי המגזר

<sup>2</sup> נכון ל- 30.6.2010, פקד מחזיקה בחוב לזמן קצר בסך של כ- 447 מיליון ₪.

<sup>3</sup> הרווח התפעולי מוצג לפני הכנסות/הוצאות אחרות, בשונה מצורת ההצגה בדוחות הכספיים.

<sup>4</sup> במהלך שנת 2008 החברה רשמה הוצאות/הכנסות חד פעמיות: בגין ירדת ערך מלאי על סך של כ- 63.6 מיליון ₪, בגין הפרשה לחובות מסופקים על סך של 26 מיליון ₪, בגין רווח הון בסך של כ- 16 מיליון ₪ ובגין רווח מפדיון מוקדם של אג"ח על סך של כ- 40 מיליון ₪.

<sup>5</sup> מטעמי נוחות, הרווח התפעולי במגזר הפלדה כולל גם הוצאות/הכנסות מטה.

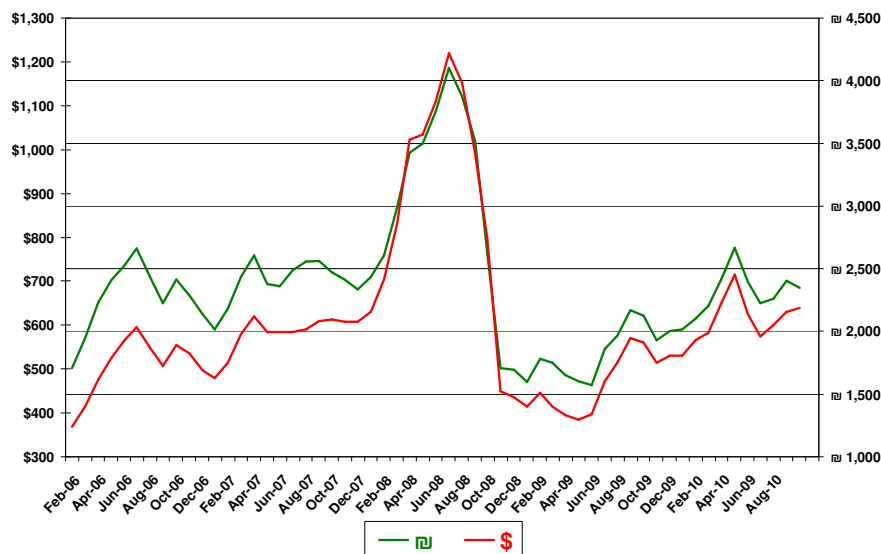
**מעמד עסקי חזק, ניהול הדוק וגמישות תפעולית סייעו לקבוצה להתמודד בהצלחה עם המשבר בענף הפלדה**

פעילות הפלדה היוותה כ-70% מהרווח התפעולי בארבעת הרבעונים האחרונים, לעומת 61% בשנת 2008 ו-87% בשנת 2007. ענף המסחר ועיבוד הפלדה הינו בעל סיכון עסקי גבוה יחסית, לאור החשיפה הגבוהה למחירי המתכות בעולם וכנגזר של רמת הביקוש העולמית. המיתון הכלכלי והמשבר בחומר הגלם - פלדה, שמחירו צנח בכ-70% במהלך השנה שנסתיימה ביוני 2009, ועלותו מהווה מרכיב מהותי ממכירות המגזר (כ-74%), פגעו משמעותית בחברה אשר לה פעילות שיווק הפצה ועיבוד פלדה בישראל וברוסיה. הכנסות מגזר הפלדה קטנו מסכום של כ-1,482 מיליון ₪ בשנת 2008 לכ-923 מיליון בשנת 2009. יש לציין, כי למרות הירידה במחזור ניכר שיפור ברווח התפעולי בשנת 2009 לעומת 2008 לאור צעדים משמעותיים בניהול המלאי וקיצוץ עלויות כוח אדם.

לאור התאוששות כללית בשווקים, עלייה בביקושים והאמרת מחירי הפלדה, שהחלה במחצית השנייה של 2009, צמחו הכנסות המגזר במחצית הראשונה של 2010 בכ-44% יחסית לתקופה מקבילה אשתקד (כ-10% תרומה כמותית). רמת הרווחיות התפעולית הממוצעת של מגזר הפלדה עמדה על כ-6.5% לאורך חמש השנים האחרונות, כאשר הפעילות מאופיינת ברמת מינוף גבוהה נוכח צורכי הון חוזר תנודתיים.

הקבוצה שוקדת במהלך השנים האחרונות על הגברת הערך המוסף במגזר הפלדה, באמצעות הרחבה ושיפור של תהליכי העיבוד. פקר צפויה להרחיב את היקפי פעילותה בישראל בשנת 2011 ע"י השקעות חדשות וחזוק שיתוף הפעולה המסחרי ומיצוי הסינרגיה עם חברות הנדל"ן שבבעלות בעלת השליטה, אפ"י השקעות. מידרוג רואה בהרחבת הפעילות של פקר אתגר פיננסי משמעותי, לאור צרכי הון חוזר עולים ומינוף גבוה, המבוסס על אשראי לז.ק. (כ-450 מיליון ₪), הנתמך ביכולת מחזור חוב טובה.

**מחיר לטון פלדה - H.R. Coils (מקור: נתוני הקבוצה)**





מידרוג מציינת לטובה את השיפור שחל בפעילות המסחר בפלדה בחו"ל, המהווה כ-37% מסך מכירות המגזר, הן ברמת הכמות והן בשיעורי הרווחיות. יש לציין כי פעילות זאת הינה ברוסיה (Baa1 יציב), מוחזקת בשיעור של 65% ע"י הקבוצה, מנוהלת ע"י בעלי מניות המיעוט ומציגה רווחיות נמוכה יחסית לאור אופי פעילות המסחר וריבוי המתחרים. מידרוג אינה רואה בנכס הנדל"ן ברוסיה (KOA GAS) כמשמעותי לתזרים הקבוצה בטווח הקרוב, למרות מאמצי שיווק שנוקטת הקבוצה, להשכרתו לחברות תעשייתיות מקומיות. כמו כן, מידרוג איננה צופה השקעות מהותיות בנכס זה בזמן הקרוב.

### **פעילות הקרמיקה צומחת ומציגה שיעור רווחיות תפעולית יציב**

בעזרת אסטרטגיה ממוקדת רווחיות, נתח שוק משמעותי ומותגים חזקים ("נגב" ו"נובו") הצליחה חברת נגב להמשיך לצמוח ולבסס את מעמדה בישראל, כמובילת שוק במגזר הקמעונאי (חנויות נגב) ובמקביל - לשמור על מעמדה אצל הקבלנים. תהליך הקמת חנויות חדשות, פתיחת חנויות קונספט ושיפור חווית הקנייה היוו את מנוע הצמיחה של נגב בשנים האחרונות. כמו כן, בשנת 2009 ובמחצית הראשונה של שנת 2010, חל גידול במכירות חנויות דומות (S.S.S). בשנתיים האחרונות נגב תרמה בממוצע כ-46 מיליון ₪ לתזרים התפעולי המאוחד של הקבוצה והציגה שיעור רווחיות תפעולית יציב של כ-7%. במחצית הראשונה של 2010 חילקה נגב, לראשונה זה מספר שנים, דיבידנד בסך של 20 מיליון ₪ (חלקה של אפי"י תעשיות היה כ-15 מיליון ₪). מידרוג צופה כי נגב תמשיך להציג מגמה חיובית ותהווה מרכיב משמעותי בתיק האחזקות של החברה. נכון לתאריך דוח זה, נגב נמצאת בשלב מזכר הבנות לרכישת 75% מהמניות של חברת אורגל<sup>6</sup> העוסקת בשיווק מוצרי גמר ובנייה בתמורה לכ-28 מיליון ₪.

### **שיפור ביחסי כיסוי החוב**

יחסי כיסוי החוב ברמת המאוחד שופרו בשנה החולפת אך עדיין גבוהים יחסית. נכון ל-30.06.2010 היקף החוב מורכב ברובו מיתרת האג"ח על סך של כ-299 מיליון ₪ והיקף חוב בנקאי בפקד העומד על כ-447 מיליון ש"ח. עיקר השיפור ביחסי הכיסוי נובע מהגידול המשמעותי ב-EBITDA וקיטון מסוים בחוב יחסית לתקופה מקבילה אשתקד. יש לציין כי יחס כיסוי החוב נטו הינו טוב יחסית ועומד על 4.7 שנים וזאת לאור תיק נזיל בהיקף גבוה.

### **תיק נזיל בשווי של 190 מיליון ₪ הצפוי להתממש כחלק מאסטרטגיית הרכישות**

כפי שנמר לעיל החוב בחברה סולו מורכב ברובו מאג"ח סדרה א', שהונפקה בשנת 2007 וזאת לאחר שבשנת 2008 החברה רכשה (ומחקה ממסחר) כ-100 מיליון ₪ ע.ג., תמורת 60 מיליון ₪. מרבית תמורת ההנפקה נוצלה לרכישת תיק ני"ע ששווי, נכון ל-30.6.2010, הוא כ-177 מיליון ₪. תיק ני"ע מורכב מהשקעות באג"ח מדינה (72%) וכן אג"ח קונצרני, בדירוג A ומעלה (24%). כ-66% מהתיק מושקע באפיקי השקעה צמודי מדד, התואמים את בסיס ההצמדה של חוב החברה. ההנהלה הנוכחית של החברה בוחנת באופן שוטף הזדמנויות להשקעה, תוך מתן דגש לסינרגיה עם הפעילות הנוכחית של המוחזקות. יחס כיסוי החוב נטו (סולו) המותאם<sup>7</sup>, באמצעות שווי תיק האחזקות בספרים (כ-525 מיליון ₪ ליום 30.6.2010), הינו 34%. יחס זה תומך בדירוג הנוכחי.

<sup>6</sup> אורגל א.ל.פ. (2007) בע"מ.

<sup>7</sup> היחס חוב נטו לשווי תיק אחזקות הותאם כך שישקף את העובדה כי חלק מהתיק הנזיל לא ישרת את צרכי החוב אלא ישמש להשקעה.

### יחסי כיסוי ריבית נמוכים ברמת הסולו על רקע דיבידנדים בהיקפים נמוכים בשנים האחרונות

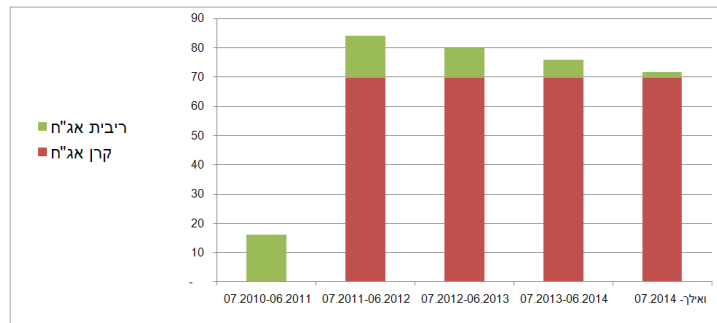
לאור העובדה כי היקף הריבית השנתית הממוצעת על החוב הינו כ-16 מיליון ₪ ולאור היסטוריה של היקפי דיבידנדים נמוכים, שהתקבלו בשנים האחרונות מהחברות המוחזקות, אפ"י תעשיות סולו מציגה יחסי כיסוי ריבית קטנים מ-1.1. מגזר הפלדה מאופיין בצורכי הון חוזר גבוהים ותנודתיים, ולהערכת מידרוג, המגזר מהווה מקור חלש לדיבידנדים יציבים ומשמעותיים מהתזרים החופשי. נגב מגלמת פוטנציאל לחלוקת דיבידנד שיכולה לכסות על הריבית השנתית. אולם בהתחשב גם בצורכי הדיבידנד לבעלי המניות בחברה, מידרוג אינה צופה שיפור ניכר ביחס כיסוי החוב, על בסיס האחזקות הקיימות, מבלי להגדיל את רמת המינוף בקבוצה. יש לציין כי לאור העובדה שכיום פקד מוחזקת בשיעור של 100%, ישנה שליטה מלאה לקבוצה להעלאת דיבידנד בהיקף גבוה לחברה סולו, במחיר של מינוף נוסף, העומד כיום על יחס של כ-35% הון למאזן.

בשנת 2009 שילמה אפ"י תעשיות דיבידנד לבעלי מניותיה, בסך של כ-70 מיליון ₪, לעומת 20 מיליון ₪ ששולמו בשנת 2008. בשנת 2007 לא שולם דיבידנד לבעלי המניות.

### עומס פירעונות משנת 2011

מידרוג רואה בעומס פירעון החוב בחברת הסולו כשיקול מרכזי בדירוג, לאור לוח סילוקין של הקרן בשנים 2011-2014, בהיקף שנתי של כ-70 מיליון ₪, וריבית שנתית של כ-5.8%. מידרוג מצפה כי על מנת לשמור על דירוג זה יהיה על החברה לשמור על יתרות נזילות לכיסוי הקרן והריבית בשנה השוטפת.

### לוח סילוקין של הקרן והריבית על החוב הפיננסי לז"א בסולו ליום 30.06.2010, במיליוני ₪



### אופק הדירוג

#### גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- המשך יציבות ברווחיות נגב ופקד אשר תתורגם, בטווח הבינוני, לדיבידנדים שיחולקו לחברה סולו.
- הרחבת תיק האחזקות, תוך חיזוק הפרופיל העסקי, בדגש על אחזקות בעלות יכולת ייצור מזומנים פרמננטית.

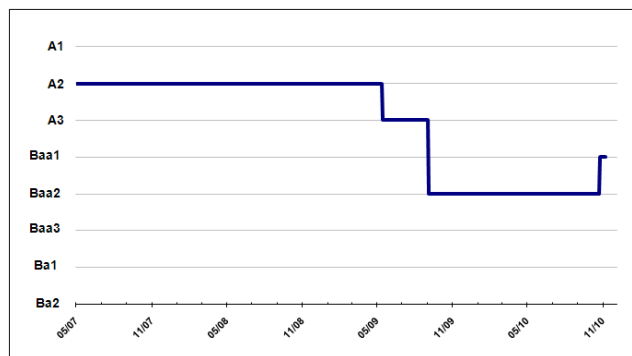
#### גורמים אשר עשויים להוביל להורדת הדירוג או אופק הדירוג

- פגיעה ברמת הנזילות של החברה ביחס לצורכי שירות החוב;
- ביצוע השקעות מהותיות המאופיינות בסיכון עסקי גבוה מהסיכון הממוצע המאפיין את התיק הקיים;
- חלוקת דיבידנדים רחבה לבעלי המניות שיש בה לפגוע באינתנות הפיננסית ובנזילות של החברה.

## אודות החברה

אפריקה ישראל תעשיות בע"מ הינה חברת אחזקות ציבורית אשר מניותיה רשומות למסחר בבורסה בתל אביב. בעלת השליטה אפריקה ישראל השקעות בע"מ מחזיקה בכ- 76% מהון המניות והיתר - מוחזק ע"י משקיעים מוסדיים והציבור. החברה שולטת בארבע מוחזקות תפעוליות: פקר תעשיות בע"מ (100%) חברה פרטית, נגב קרמיקה בע"מ (74.72%) חברה ציבורית, שמניותיה נסחרות בבורסה בתל אביב, Apogey (65%) חברה רוסית פרטית, שיתרת מניותיה מוחזקות ע"י מייסדי החברה אשר מכהנים בתפקידי מנכ"ל ומנהל רכש, וכן Koa Gas (100%) חברה רוסית פרטית. עיקר ההכנסות בדוח המאוחד נובעות ממגזר הפלדה, הכולל את תוצאות פעילות פקר תעשיות בישראל ותוצאות פעילות Apogey ברוסיה. פקר תעשיות עוסקת ביבוא ועיבוד מגוון מוצרי פלדה ומתכות, המהווים חומרי גלם למגוון ענפי משק, ו-Apogey עוסקת בסחר במתכות ברוסיה, באמצעות 14 סניפים. נגב קרמיקה עוסקת ביבוא וייצור בעיקר של אריחים וכן של מוצרים נלווים לעיצוב הבית. נגב קרמיקה משווקת את המוצרים לקבלנים וסיטונאים וגם באמצעות רשת קמעונאית אשר מונה 11 חנויות. Koa Gas מחזיקה במקרקעין בשטח של 260 דונם, המרוחק כ-30 ק"מ ממרכז מוסקבה וכולל חיבור לתשתיות אנרגיה, מים ומסילות רכבות. יו"ר דירקטוריון החברה הוא מר איזי כהן. מנכ"ל החברה הוא מר אברהם נובוגורוצקי אשר ממשיך לכהן במקביל גם בתפקיד מנכ"ל יו"ר פקר תעשיות, לאחר שכהן בעבר כסמנכ"ל הכספים של פקר תעשיות.

## היסטוריית הדירוג



## דוחות מתודולוגיים:

"דירוג חברות אחזקה - מתודולוגיה", פברואר 2008.

"ענף קמעונאות - מתודולוגיית דירוג", אוגוסט 2010.

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

**סולם דירוג התחייבויות**

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 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](http://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 הרחוני. 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](http://www.midroog.co.il). הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכוני אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכים להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע ביעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של 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.