

# רוטשטיין נדל"ן בע"מ

מעקב | אוגוסט 2026

## אנשי קשר:

### לידור אוזן

אנליסט בכיר, מעריך דירוג ראשי  
[lidor.u@midroog.co.il](mailto:lidor.u@midroog.co.il)

### סיגל יששכר, סמנכ"ל

ראשת תחום נדל"ן  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

## רוטשטיין נדל"ן בע"מ

|                  |       |                         |
|------------------|-------|-------------------------|
| אופק דירוג: יציב | A3.il | דירוג מנפיק             |
| אופק דירוג: יציב | A3.il | דירוג סדרות             |
| אופק דירוג: יציב | A2.il | דירוג סדרה יג' (מובטחת) |

מידרוג מותירה על כנו דירוג A3.il למנפיק ולאגרות החוב (סדרות י, יב' ו-יד') שהנפיקה רוטשטיין נדל"ן בע"מ (להלן: "החברה"). כמו כן, מידרוג מותירה על כנו דירוג A2.il לאגרות חוב (סדרה יג') שהנפיקה החברה המובטחות בשעבודים. אופק הדירוג יציב.

### אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

| סדרת אג"ח | מספר נייר ערך | דירוג | אופק דירוג | מועד פירעון סופי |
|-----------|---------------|-------|------------|------------------|
| י'        | 5390273       | A3.il | יציב       | 14.07.2027       |
| יב'       | 1204189       | A3.il | יציב       | 14.01.2028       |
| יג'*      | 1212646       | A2.il | יציב       | 14.01.2030       |
| יד'       | 1230762       | A3.il | יציב       | 14.01.2033       |

\* אגרות חוב סדרה יג' מובטחות בשעבודים קבועים מדרגה ראשונה על נכס נדל"ן כמפורט בשטר הנאמנות של אגרות החוב.

### שיקולים עיקריים לדירוג

ענף הנדל"ן למגורים מציג האטה מתמשכת במכירות הקבלנים ברקע הריבית הגבוהה וכן מגבלות שהוטלו על המערכת הבנקאית בקשר עם מבצעי המימון, בעוד שמלאי הדירות החדשות נותר גבוה. ענף ייזום נדל"ן למגורים מתבסס לאורך זמן על ביקושים יציבים יחסית לדירור מצד משקי בית בישראל הנשענים על צמיחה דמוגרפית ועל ביקוש מצד משקיעים. להערכת מידרוג, הסיכון בענף הייזום למגורים נובע מהישענותו על הליך השבחה ופיתוח ממושך של המקרקעין, המעלה חשיפה לסיכונים ביקוש ומחיר. נתוני הלמ"ס לחודשים מרץ-מאי 2026 מצביעים על גידול בהיקף העסקאות בדירות חדשות מנוכה עונתיות, עם עלייה של 20.6% בהשוואה לשלושת החודשים הקודמים ועליה של 17% לעומת אשתקד. בשנת 2025 כולה נרשמה ירידה חדה של 25% בהיקף העסקאות בדירות חדשות בהשוואה לשנת 2024, שהציגה מכירות גבוהות מאוד. מלאי דירות חדשות למכירה עמד בסוף חודש מאי 2026 על 84 אלף יח"ד, ומציג יציבות בחודשים האחרונים אך ברמה הקרובה לשיאו. האטה זו נובעת בין היתר, מרמת ריבית אשר עדיין גבוהה, התייקרות מחירי הדירות לאורך מספר שנים והגבלת היקף מבצעי התשלומים בהשוואה לתקופות קודמות. מגמות אלו העלו הסיכון בסביבה העסקית בענף. אי הוודאות במישור הגיאופוליטי בחזית אירן ולבנון נושאת השפעות שליליות על הענף, בדמות חשש מהתייקרות תשומות הבנייה והמשך חולשה בהיקף העסקאות.

היקף פעילות נמוך הצפוי לגדול בטווח הקצר-בינוני, לצד צבר משמעותי התומך במיצוב העסקי. ב-12 החודשים שהסתיימו ביום 31 במרץ 2026 הסתכמו ההכנסות ממכירת דירות למגורים לרבות עסקאות קומבינציה וקרקעות בכ-274 מיליון ₪, לעומת כ-399 מיליון ₪ בשנת 2025, וכ-759 מיליון ₪ בשנת 2024, על רקע מחזוריות בפעילות הליבה, סיום פרויקטים ומיעוט פרויקטים חדשים שהבשילו להכרה בהכנסה. נכון ליום 31 במרץ 2026, לחברה 6 פרויקטים בהקמה הכוללים כ-1,189 יחידות דיור ו-5 פרויקטים נוספים בשיווק הכוללים כ-1,070 יחידות דיור, תוך פיזור בין אזורי ביקוש במרכז הארץ ובירושלים לבין ערים המאופיינות בתנופת פיתוח. המלאי הזמין לשיווק והצבר התכנוני תומכים בגידול צפוי בהיקף הפעילות, כאשר עפ"י תרחיש הבסיס של מידרוג הכנסות הייזום (מאוחד), צפויות לנוע בטווח של 370-650 מיליון ₪ בשנה וברווחיות גולמית צפויה סביב 19%. החזקת החברה באנשי העיר מרחיבה את חשיפתה לצבר פרויקטים בתחום ההתחדשות העירונית בתל אביב, אך אנשי העיר הציגה הפסדים בשנים האחרונות והכבידה על רווחי החברה. בהתאם לדיווחי החברה, בכוונתה לממש את החזקתה באנשי העיר, מהלך שעשוי לייצר מקור תזרימי ולתמוך בגמישותה הפיננסית, בכפוף לתנאי השוק.

<sup>1</sup> תרחיש הבסיס של מידרוג וכן תחזיות מידרוג לעיל ולהלן אינם תואמים בהכרח את תחזיות ההנהלה.

**הרחבת פעילות הביצוע צפויה לתרום לפיזור מקורות ההכנסה, לצד גידול בחשיפה הקבלנית.** בשנת 2025 הקימה החברה את רוטשטיין הנדסה, המרכזת יכולות ביצוע קיימות ומיועדת לפעול גם עבור יזמים חיצוניים. הפעילות צפויה לתרום לפיזור מקורות ההכנסה, לשפר את השליטה בעלויות ובלוחות הזמנים ולמתן את התנודתיות מפעילות הייזום, אך מגדילה את החשיפה לסיכונים קבלניים. בתוך כך, בחודש מאי 2026 התקשרה החברה הבת בהסכם מהותי לביצוע פרויקט בקריית מלאכי, בתמורה של כ-650 מיליון ₪.

**מינוף הולם לרמת הדירוג.** יחס חוב נטו ל-CAP נטו המותאם עמד ביום 31 במרץ 2026 על כ-59.1% וצפוי לנוע בטווח של 58%-62%. רמת המינוף נתמכת במדיניות של פתיחת פרויקטים חדשים בכפוף להשגת מכירות מוקדמות בהיקף מספק, המצמצמת את החשיפה להקמת מלאי בלתי מכור וממתנת את צורכי המימון בשלבי הפרויקט הראשונים. כמו כן החברה ממעטת ברכישת קרקעות ועיקר הצבר נסמך על עסקאות קומבינציה והתחדשות עירונית. מנגד, הרחבת היקף הפעילות, תנאי התשלום המיטיבים לרוכשים וההשקעות בנכסים מניבים צפויים להגדיל את ניצול האשראי, תוך קיזוז חלקי באמצעות חילוץ עודפים ופירעון חוב בפרויקטים מתקדמים.

**יחס כיסוי הוצאות המימון צפוי להשתפר בשנות התחזית, אך להיוותר חלש ותנודתי.** יחס EBIT להוצאות ריבית והתאמות בגין חברות כלולות, עמד בארבעת הרבעונים שהסתיימו ביום 31 במרץ 2026 על כ-0.2, לעומת כ-0.7 בשנת 2025 וכ-2.6 בשנת 2024. השחיקה נבעה מירידה חדה בהכנסות וברווח התפעולי בשנת 2025 וברבעון הראשון לשנת 2026, בעוד שהוצאות המימון נטו (כולל רכיב מימון בגין עסקאות קומבינציה וריבית שהוונה) נותרו גבוהות. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, היחס צפוי להשתפר ולנוע בטווח של 0.9-1.8 עם התקדמות הפרויקטים והבשלתם להכרה ברווח, אולם הוא צפוי להוסיף להוות גורם המכביד על הפרופיל הפיננסי.

**המדיניות הפיננסית של החברה מוערכת כשמרנית ומתבטאת בתאבון עסקי מתון ובחלוקת דיבידנדים המתחשבת בצורכי התזרים.** החברה שומרת על נגישות למערכת הבנקאית ולשוק ההון ועל מרווח מספק מאמות המידה הפיננסיות. התאבון העסקי המתון נתמך בהתמקדות בעסקאות קומבינציה ובהתחדשות עירונית, בפתיחה מדורגת של פרויקטים בהתאם לקצב המכירות המוקדמות ובהכנסת שותפים ומימוש זכויות מעת לעת.

**תרחיש הבסיס של מידרוג כולל, בין היתר, התקדמות בביצוע ובמכירות של יח"ד בפרויקטים שבביצוע ובתכנון לרבות מכירת מלאי מוגמר, משיכות עודפים מפרויקטים שצפויים להסתיים והשקעות הון עצמי בפרויקטים קיימים וחדשים.** במסגרת תרחיש הבסיס, מידרוג ערכה תרחישי רגישות שונים, בין היתר, בנוגע לעיתוי וקצב מכירות וביצוע בפרויקטים, גובה תקבולים ותשלומים שוטפים וכן בנוגע לעלויות ההקמה של הפרויקטים. במסגרת התאמות לדוחות הכספיים, מידרוג מבצעת איחוד יחסי לאחזקת החברה הכלולה אבני צור - שותפות מוגבלת (כ-55%) המחזיקה בפרויקט "טלרד" בלוד. איחוד יחסי זה משקף את היותה של אחזקה מהותית זו נדבך בפעילות השוטפת של החברה. יציין, כי בתרחיש הבסיס לא נלקח בחשבון מימוש האופציות שהוענקו לקבוצת הפניקס בהיקף של כ-30 מיליון ₪ שכן מימושן אינו ודאי בשלב זה. כמו כן, תרחיש הבסיס אינו כולל את התמורה האפשרית ממכירת אחזקת החברה באנשי העיר, בהתאם לדיווח החברה מחודש יוני 2026<sup>2</sup>, בשל העובדה שהעסקה טרם הושלמה.

## שיקולים מבניים

אגרות חוב סדרה יג' שהנפיקה החברה מובטחות בשעבוד על נכס מניב. מידרוג בחנה את טיב הבטוחות ואת יחס ההשבה תחת תרחישי רגישות בהתאם למתודולוגיה של מידרוג "שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי". מידרוג מעריכה את איכות הבטוחה כ-"גבוהה" וכן מידרוג בחנה תרחישי רגישות בהינתן כשל פירעון לשחיקה של 40% בתמורה נטו מהנכס המניב המשועבד לטובת סדרה יג' ביחס לשוויי בספרי החברה נכון ליום 31 במרץ 2026, ובהתחשב במאפייני הנכס. בהתאם לכך מידרוג העניקה לאג"ח סדרה יג' הטבה דירוגית בגובה נוטש אחד מעבר לדירוג המנפיק והחוב הבכיר שאינו מובטח.

<sup>2</sup> ראו דיווח החברה מיום 29 ביוני 2026

## אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכת מידרוג כי החברה תציג עלייה בהכנסות וברווח התפעולי בטווח התחזית בהשוואה לשנה האחרונה תוך שיפור יחס הכיסוי ושמירה על רמת המינוף.

### גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- גידול משמעותי בהיקף ההכנסות ובפיזור הפרויקטים תוך שמירה על רמת רווחיות הולמת
- שיפור משמעותי ומתמשך ביחסים הפיננסיים של החברה, יחס המינוף ויחס EBIT להוצאות ריבית

### גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- המשך פגיעה מתמשכת בקצב מכירת דירות ו/או שחיקה בשיעור הרווחיות בפרויקטים
- הרעה מתמשכת ביחס כיסוי EBIT להוצאות ריבית ו/או יחס המינוף מעבר לתרחיש הבסיס של מידרוג
- הרעה בנזילות החברה

### רוטשטיין נדל"ן בע"מ (מאוחד) - נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ₪

| 31.12.2022 | 31.12.2023 | 31.12.2024 | 31.12.2025 | 31.03.2026 |                              |
|------------|------------|------------|------------|------------|------------------------------|
| 790        | 668        | 759        | 399        | 274        | הכנסות מפעילות ייזום (LTM)   |
| 29.1%      | 22.3%      | 26.4%      | 20.2%      | 15.1%      | שיעור רווח גולמי מותאם (LTM) |
| 855        | 1,139      | 1,170      | 1,097      | 1,076      | חוב פיננסי                   |
| 135        | 115        | 99         | 138        | 58         | מזומנים ושווה מזומנים        |
| 719        | 1,024      | 1,071      | 959        | 1,018      | חוב פיננסי נטו               |
| 57.6%      | 63.9%      | 61.9%      | 54.2%      | 55.1%      | חוב נטו ל- CAP נטו           |
| 5.0        | 2.4        | 2.5        | 0.7        | 0.2        | EBIT מותאם להוצאות ריבית     |

המדדים הפיננסיים מחושבים לפי התאמות מידרוג בהתאם למתודולוגיה: "התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים, דצמבר 2024"

## פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

### סביבת ריבית גבוהה ומחירי הדירות העיבו על הענף בשנה האחרונה, ירידת הריבית והמשך הירדה ברמת מחירי הדירות עשויים לתרום לגידול בביקושים

ענף ייזום נדל"ן למגורים מתבסס על ביקושים יציבים יחסית לדירור מצד משקי בית בישראל לאורך זמן. ביקושים אלו נשענים על צמיחת האוכלוסייה וכן על ביקוש לדירות מצד משקי בית כאפיק השקעה. יציבות הביקושים משתנה בין אזורי המדינה ועלולה לסבול מתנודתיות בשל השפעות אקסוגניות מעת לעת כגון רגולציה המגבילה את הביקושים, לרבות על משקיעים בענף וכן השפעות מחזוריות כלכלית, ובראשן רמת הריבית ושיעור האבטלה. היצע קרקעות זמינות לבנייה בישראל באזורי הביקוש מצוי במחסור וכרוך בהליכי תכנון ממושכים, אשר מוביל לעודפי ביקוש ולעלייה במחירי הדירות לאורך זמן. להערכת מידרוג, הסיכון בענף הייזום למגורים נובע מהישענותו על הליך השבחה ופיתוח ממושך יחסית של המקרקעין, המעלה חשיפה של היקף המכירות והרווחיות לתנודתיות בביקושים, ופוגם בנראות ההכנסות ותזרימי המזומנים בטווח הבינוני והארוך.

בחודש יוני 2026 הופחתה ריבית בנק ישראל ב-0.25% על רקע התייצבות האינפלציה השנתית על 1.9% והתחזקות משמעותית של השקל. זוהי הפחתת הריבית השלישית מתחילת השנה, כשקדמו לה שתי הפחתות ריבית של 0.25% בחודשים ינואר ומאי. בשנת 2025 צמח התמ"ג ב-2.9% לעומת כ-1.0% ב-2024, ולהערכת חטיבת המחקר של הבנק<sup>3</sup>, הוא צפוי לצמוח ב-4% בשנת 2026 וב-

<sup>3</sup> התחזית המקור-כלכלית של חטיבת המחקר, מרץ 2026

5.5% בשנת 2027. עוד מעריך בנק ישראל כי האינפלציה בשנת 2025 הסתכמה ב-2.5% לעומת 3.3% בשנת 2024, ובשנת 2026 ו-2027 צפויה להסתכם ב-1.8%.

עפ"י נתוני הלמ"ס<sup>4</sup>, בשנת 2025 נמכרו כ-90.7 אלף דירות, מתוכן כ-34.0 אלף דירות חדשות (30% מהן בסבסוד ממשלתי), לעומת 45.7 אלף בתקופה המקבילה (20.8% מהן בסבסוד ממשלתי), ירידה של כ-25.5%. שנת 2024 אופיינה בגידול חד בהיקף דירות חדשות שנמכרו, במידה רבה בזכות היקף נרחב של מבצעי מימון מצד היזמים, עם גידול של 65% לעומת שנת 2023 וכ-17% לעומת שנת 2022. להערכת בנק ישראל, בתקנון של הקדמת רכישות משנת 2025 לסוף שנת 2024 (בשל צפי הרוכשים לעליית שיעור המע"מ) ושל דחיית עסקאות מסוף שנת 2023 לשנת 2024 (ברקע פרוץ המלחמה), שיעור הירידה בהיקף העסקאות בדירות חדשות בשנת 2025 הינו מתון יותר ונאמד בכ-15%<sup>5</sup>.

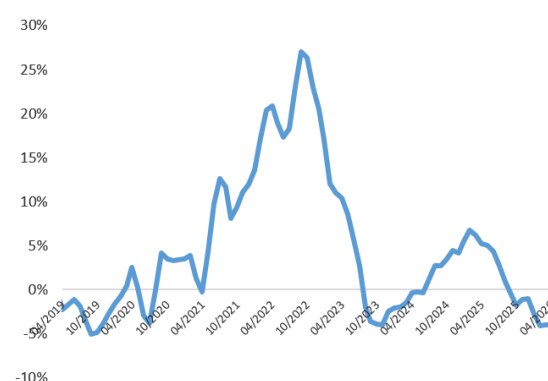
על פי נתוני הלמ"ס<sup>6</sup>, בשלושת החודשים מרץ-מאי 2026, נמכרו כ-21.4 אלף דירות, ירידה של 10.6% בהשוואה לשלושת החודשים הקודמים וירידה של 5.7% בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד. 41.6% מסך הדירות (כ-8.9 אלף דירות) שנמכרו הן חדשות, וכ-28.9% מהן בסבסוד ממשלתי. בבחינת הדירות החדשות נרשמה עליה של 0.4% לעומת שלושת החודשים הקודמים (בניכוי עונתיות) ועליה של 20.6% בהשוואה לתקופה מקבילה אשתקד. מחוזות המרכז (24.4% מכלל הדירות שנמכרו בתקופה) והדרום (21.2%) מובילים בסך הדירות שנמכרו בחודשים מרץ-מאי 2026 ובבחינת הדירות החדשות מובילים מחוז דרום (24.0% מהדירות החדשות שנמכרו בתקופה), מרכז (23.2%) ותל אביב (22.3%). בבחינת קו המגמה של סך הדירות החדשות שנמכרו, עולה כי מחודש ספטמבר 2021 עד מרץ 2023 נצפתה ירידה ממוצעת של 3.9%, ואילו מחודש אפריל 2023 עד מאי 2024 נצפתה מגמת עלייה של 3.7%. מחודש יוני 2024 עד דצמבר 2025 המגמה לרוב בירידה בשיעור ממוצע של 1.7%, ואילו בשנת 2026 נצפית עלייה מתונה של 0.8%.

להערכת מידרוג, ההיקף הנרחב של מבצעי מימון מהווה מוקד סיכון אשראי בענף, הנובע מחלק מסוים מרוכשי הדירות, ונגזר ממחיר הדירה, כושר ההשתכרות של הרוכש והמגמה במחירי הדירות בטווח הבינוני והארוך. על פי סקירת הכלכלן הראשי<sup>7</sup>, בחודש מאי 2026 כ-57% מהדירות החדשות שנמכרו הינן עם מועד מסירה הגבוה מ-24 חודשים, כאשר במרץ 2025 נרשמה רמת שיא של 67%, ערב כניסתם לתוקף של מגבלות בנק ישראל על הטבות המימון. בפילוח גיאוגרפי, אזור תל אביב בולט עם שיעור של 85%.

**תרשים 2: מכירת דירות חדשות בישראל 04/2017-05/2026**



**תרשים 1: אחוז שינוי במחירי דירות חדשות 01/2019-06/2026**



מקור: נתוני הלמ"ס ועיבודי מידרוג.

מדד מחירי הדירות של הלמ"ס<sup>8</sup> (חדשות ויד שנייה) רשם ירידה של 1% באפריל-מאי 2026 לעומת החודשים מרץ-אפריל 2026, וירידה של כ-2% בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד. עיקר הירידות נרשמו בתל אביב (2.3%) ובירושלים (1.8%). עם זאת, מדד מחירי

<sup>4</sup> דירות בעסקאות נדל"ן - סיכום שנת 2025, 12 בפברואר 2026

<sup>5</sup> ראה דוח בנק ישראל לשנת 2025

<sup>6</sup> דירות בעסקאות נדל"ן - מרץ-מאי 2026, 14 ליולי 2026

<sup>7</sup> סקירת ענף הנדל"ן למגורים - מאי 2026, 14 ליולי 2026

<sup>8</sup> שינוי במחירי שוק הדירות - יוני 2026, 15 ביולי 2026

הדירות החדשות רשם בחודשים אפריל-מאי 2026 ירידה זניחה בשיעור של כ-0.1% בהשוואה למרץ-אפריל 2026, ובניכוי עסקאות בסבסוד ממשלתי, אף רשם עליה של 0.2%. מהשוואת העסקאות לתקופה המקבילה אשתקד, אפריל-מאי 2025, מדד מחירי הדירות החדשות ירד בכ-3.9%. בחמש שנים האחרונות מדד מחירי הדירות החדשות עלה במצטבר בשיעור של 29.9% ומדד מחירי כלל הדירות עלה בשיעור מצטבר של 31.2%. בד בבד חלה עלייה במדד תשומות הבניה למגורים שמפרסם הלמ"ס בשיעור של 3.0% ב-12 החודשים האחרונים (יוני 2026 לעומת יוני 2025), בעיקר בשל העלייה במחירי שכר העבודה בכ-4.9%.

בצד ההיצע, על פי נתוני הלמ"ס, מלאי הדירות החדשות למכירה עמד על כ-84 אלפי יח"ד בסוף חודש מאי 2026. בחינת נתוני המגמה על ידי הלמ"ס בין אפריל 2022 עד נובמבר 2025 מצביעה על עלייה בשיעור חודשי ממוצע של 1.4% במלאי הדירות שנותרו למכירה, כאשר מדצמבר 2025 נצפית התייצבות של קו המגמה. כ-25% מהמלאי למכירה נמצא במחוז תל אביב וכ-30% במחוז המרכז כולו. על פי נתוני הלמ"ס<sup>9</sup>, במהלך 2025 מספר התחלות הבנייה הסתכם בכ-80.0 אלף יח"ד (74.3 א' נטו), עליה של 14.6% בהשוואה לשנת 2024. גמר הבנייה בתקופה זו עמד על 59.7 אלף יח"ד, עליה של 9.8% משנת 2024. מבחינת מתן היתרי בניה, נרשם מספר שיא של 81.2 הגבוה ב-2.2% משנת 2024. ברבעון הראשון לשנת 2026 נרשמה ירידה בהתחלות הבנייה נטו בשיעור של 14.8% בהשוואה לרבעון הראשון אשתקד, זאת בהמשך לירידה שנרשמה גם ברבעון הרביעי של שנת 2025.

בהיבט התפעולי, על פי נתוני משרד האוצר<sup>10</sup>, מרבית פועלי הבנייה הפלסטינאים שיצאו מהענף עם תחילת המלחמה באוקטובר 2023, הוחלפו בהדרגה בפועלים תושבי ישראל ועובדים זרים, אשר להערכת מידרוג עלות העסקתם גבוהה משמעותית. לעליית הריבית, עיכובים בפרויקטים וגידול בעלויות ההקמה ישנן השלכות שליליות על רווחיות יזמי הנדל"ן.

### צבר פרויקטים רחב ומבוזר תומך בהיקף הפעילות בטווח הבינוני, לצד חשיפה לתנודתיות בהכנסות ולשחיקה ברווחיות

ליבת פעילות החברה הינה ייזום ובנייה למגורים בישראל. פעילות זו מתבססת בעיקר על קידום פרויקטים של התחדשות עירונית ועסקאות קומביניציה, לצד רכישה נקודתית של קרקעות. אסטרטגיה זו תורמת לצמצום ההון הנדרש לרכישת קרקעות, אך כרוכה בתקופות תכנון ממושכות, בתלות בקבלת היתרים ובהתקיימות תנאים מתלים.

החל מיום 30 ביוני 2025 חדלה החברה לאחד את חברת אנשי העיר, אשר מוצגת בדוחותיה לפי שיטת השווי המאזני ושיעור החזקת החברה בה עומד על כ-41.3%. בהתאם לכך, ניתוח הפורטפוליו מתייחס לפעילות החברה במאוחד (בתוספת חלקה היחסי בטלרד כאמור), וללא פעילות אנשי העיר.

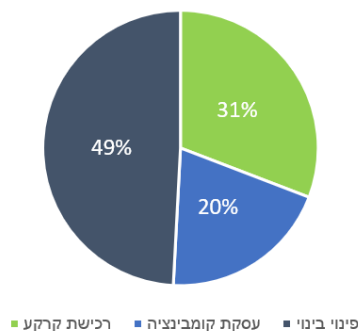
נכון ליום 31 במרץ 2026 לחברה שישה פרויקטים בביצוע הכוללים כ-1,070 יחידות דיור, לרבות יחידות לבעלי קרקע ולשותפים, מתוכן כ-483 יחידות חלק החברה וללא יחידות בעלי קרקע. בנוסף, החברה משווקת חמישה פרויקטים שטרם סווגו כפרויקטים בביצוע, הכוללים כ-1,070 יחידות דיור, מתוכן 483 יחידות חלק החברה. פרויקטים אלה כוללים את גבעת זאב שלב א', מתחם גאולים ברמת השרון, ביתר סלע בחדרה, מקסיקו בירושלים ומתחם גלבוע שלב ב' בלוד. לחברה צבר נוסף ומשמעותי של פרויקטים בתכנון ועתודות קרקע, בעיקר במסגרת התחדשות עירונית ועסקאות קומביניציה. היקף הפרויקטים המשווקים והמתוכננים מצביע על פוטנציאל לגידול בפעילות בטווח הבינוני. עם זאת, קיים פער בין היקף הצבר לבין היקף הפרויקטים המצוי כיום בביצוע מתקדם. פער זה צפוי להוביל לתנודתיות בהכרה בהכנסות וברווח הגולמי ולהגדלת צורכי ההשקעה והמימון בשנים הקרובות. בתרחיש הבסיס ערכה מידרוג תרחישי רגישות ביחס למועדי תחילת הפרויקטים, קצב הביצוע, קצב המכירות ושיעורי הרווחיות הצפויים.

נכון ליום 31 במרץ 2026 שיעור המכירה הכספי המשוקלל בפרויקטים בביצוע נאמד בכ-40%, בעוד שיעור הביצוע ההנדסי המשוקלל נאמד בכ-29%, וזאת בהלימה עם אסטרטגיית החברה למכירות מוקדמות. שיעור הרווח הגולמי הצפוי המשוקלל בפרויקטים אלה נאמד בכ-20% אחוז ומצביע על רווחיות סבירה, אם כי רגישות להתייזקות בעלויות הבנייה והמימון. מחיר ממוצע ליחידת דיור שנמכרה בפרויקטים אלה נאמד בכ-2.6 מיליון ₪, ללא מע"מ. הפרויקטים בית שמש שלב ב' והקריה האקדמית בפתח תקווה צפויים להוות

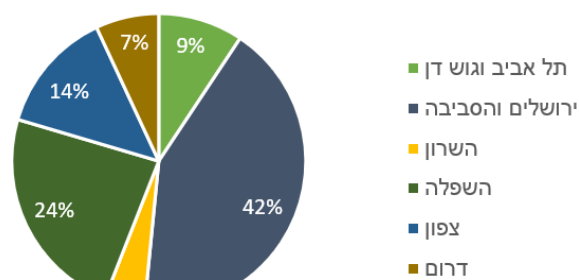
<sup>9</sup> הלמ"ס התחלות וגמר בנייה - אפריל 2025 - מרץ 2026, 18 ביוני 2026  
<sup>10</sup> אגף הכלכלן הראשי: מיקוד: מגמות בתעסוקה בענף הבינוי, 26 ליוני 2025

תרומה משמעותית לרווח הגולמי בשנות התחזית. נכון ליום 31 במרץ 2026, שיעור המכירה הכספי בשני הפרויקטים נאמד בכ-58% כ-68 אחוז, בהתאמה. שיעור הביצוע ההנדסי עמד על כ-10 אחוז בבית שמש שלב ב ועל כ-32 אחוז בפרויקט הקריה האקדמית.

**תרשים 4: התפלגות לפי תחומי פעילות של צבר יח"ד בשלבי תכנון שונים נכון ליום 31 במרץ 2026**



**תרשים 3: חלוקה גיאוגרפית של צבר יח"ד בשלבי תכנון שונים נכון ליום 31 במרץ 2026**



במהלך שנת 2025 מכרה החברה 354 יחידות דיור בהיקף כספי של כ-915 מיליון ₪ (217 יחידות דיור חלק החברה בהיקף כספי של כ-569 מיליון ₪), בהשוואה ל-261 יחידות דיור בשנת 2024 (236 יחידות דיור חלק חברה) ול-168 יחידות דיור בשנת 2023. החברה שמרה על קצב מכירות הולם בסביבה מאקרו כלכלית מאתגרת המאופיינת בריבית גבוהה, באי-ודאות ביטחונית ובהתמתנות הביקושים. קצב המכירות נתמך, בין היתר, בשימוש נרחב בהטבות מימון ובפיזור המכירות בין מספר פרויקטים. בשנת 2025 כ-71% מהמכירות בוצעו בתנאים מיטיבים, מהן כ-38% באמצעות הלוואות קבלן וכ-33% במתווה תשלום 20-80. מתווים אלו מגדילים את צריכת האשראי ואת עלויות המימון לאורך חיי הפרויקט. כמו כן תשלומים נדחים כרוכים בסיכון אשראי של רוכשי הדירות. ברבעון הראשון של שנת 2026 מכרה החברה 75 יחידות דיור בהיקף כספי של כ-180 מיליון ₪, מהן 57 יחידות דיור חלק החברה בהיקף של כ-151 מיליון ₪, לעומת 78 יחידות דיור בתקופה המקבילה. לאחר תאריך המאזן ועד למועד פרסום הדוח נמכרו 22 יחידות דיור נוספות, מהן 16 יחידות דיור חלק החברה. נתונים אלו מצביעים על התייצבות בקצב המכירות, כאשר סביבת הפעילות מוסיפה להיות מושפעת מרמת הריבית שעודנה גבוהה, אי-הוודאות הביטחונית והיצע רחב של דירות חדשות.

החברה מציגה רווחיות הולמת את רמת הדירוג, הנתמכת בתמהיל פרויקטים מגוון ובגמישות בניהול פורטפוליו הקרקעות. בשנים 2021-2025, בנטרול רווחים ממימושי קרקעות וזכויות בהיקפים מהותיים ובנטרול אנשי העיר, עמד שיעור הרווח הגולמי להכנסות בממוצע על כ-23%. כחלק ממדיניות הפיננסית החברה מממשת קרקעות ונכסים מעת לעת כדי לתמוך ברווחיות הכוללת ובנזילות בתקופות שבהן מחזוריות הענף פוגעת בקצב מכירת הדירות. יכולת זו באה לידי ביטוי גם בשנת 2025 במימוש מחצית מהזכויות בקרקע באשדוד, אשר תרם כ-39 מיליון ₪ לרווח הגולמי והעלה את שיעור הרווחיות המדווח. עם זאת, לנוכח התנודתיות בעיתוי ובהיקף המימושים, מידרוג בוחנת במקביל את הרווחיות מפעילות הליבה. בשנות התחזית צפויה התמתנות מסוימת ברווחיות הגולמית מפעילות הייזום, בעיקר בשל שינוי בתמהיל הפרויקטים, ובפרט משקלם של הקריה האקדמית פתח תקווה ורמת בית שמש ב', המאופיינים בשיעורי רווח גולמי של כ-14% וכ-20%, בהתאמה, וכן בשל התייקרות עלויות הבנייה. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, שיעור הרווחיות הגולמית צפוי לנוע סביב 19%.

## הרחבת פעילות הביצוע צפויה לתרום לפיזור מקורות ההכנסה, לצד גידול בחשיפה הקבלנית; הרחבת הפעילות המניבה צפויה לתרום ליציבות ההכנסות

במהלך שנת 2025 הקימה החברה את רוטשטיין הנדסה, חברה בת המוחזקת בשיעור של 75%, המרכזת את פעילות הביצוע של הקבוצה ומיועדת לפעול הן בפרויקטים של רוטשטיין והן עבור יזמים חיצוניים. הקמת החברה הבת אינה מהווה כניסה לתחום פעילות חדש, אלא מיסוד והרחבה של יכולות ביצוע קיימות שצברה החברה בפרויקטים שבייזמה לאורך שנים תחת מנכ"ל ייעודי בתחום זה.

שגויס על ידי החברה לצורך פיתוח הפעילות ומחזיק ב-25% מהחברה הבת. פעילות זו עשויה לתרום להרחבת מקורות ההכנסה, לשיפור השליטה בעלויות ובלוחות הזמנים ולשימור חלק מהרווח הקבילי בתוך הקבוצה. מנגד, הרחבת הפעילות עבור צדדים שלישיים מגדילה את החשיפה לסיכונים חריגה מתקציב, עמידה בלוחות זמנים, ערבויות וצורכי הון חוזר, כאשר הרווחיות הקבילית נמוכה בדרך כלל מהרווחיות היזמית. בחודש מאי 2026 התקשרה רוטשטיין הנדסה בהסכם מהותי ראשון לביצוע פרויקט מגורים ומסחר בקריית מלאכי, הכולל 592 יחידות דיור וכ-6,000 מ"ר שטחי מסחר, בתמורה של כ-650 מיליון ₪. השפעתה של פעילות זו על החברה ועל הפרופיל העסקי תיבחן לאורך זמן.

פעילות הנדל"ן המניב של החברה התרחבה והיא כוללת נכון ליום 31 במרץ 2026 ארבעה מבנים מניבים וקרקע מניבה במושב תנובות. נכון ליום 31 במרץ 2026, יתרת נדל"ן להשקעה ונדל"ן להשקעה בהקמה הסתכמה בכ-569 מיליון ₪. הכנסות החברה מדמי שכירות ודמי ניהול משוכרים הסתכמו בכ-11.3 מיליון ₪ בשנת 2025 ובכ-5.2 מיליון ₪ ברבעון הראשון של שנת 2026, לעומת כ-2.4 מיליון ₪ בתקופה המקבילה. הכנסות אלו תומכות ביציבות הרווח אך עדיין אינה מהווה חלק מהותי בפעילות. במקביל, פיתוח הנכסים החדשים כרוך בצורכי השקעה ובחשיפה לסיכונים הקמה, מימון ואכלוס.

הנכס המרכזי בתחום הוא המרכז המסחרי רמת אמיר בקדימה-צורן, המוחזק במלואו וכולל כ-6,500 מטרים ברוטו להשכרה, מהם כ-6,300 מטרים מושכרים. הנכס מאכלס בשיעור תפוסה של כ-99%, באמצעות 26 הסכמי שכירות, במחיר ממוצע של כ-110 ₪ למטר. שווי ההון עומד על כ-121 מיליון ₪ והוא משועבד לטובת מחזיקי אגרות החוב מסדרה יג', שיתרת הערך הנקוב שלה עמדה על כ-91 מיליון ₪. הנכס הניב NOI של כ-8.3 מיליון ₪ בשנת 2025 וכ-2.0 מיליון ₪ ברבעון הראשון של שנת 2026. צבר הנכסים בהקמה ובתכנון כולל את המרכז הלוגיסטי באלפי מנשה, שטחי מסחר ותעסוקה באשדוד, המרכז המסחרי בבית שמש שלב ב' ושטחי מסחר ותעסוקה בפרויקט טלרד בלוד. להערכת החברה, עם סיום האכלוס והפעלת הנכסים שהקמתם הסתיימה, פעילות הנדל"ן המניב צפויה להניב NOI שנתי מיצג של כ-27 מיליון ₪ לרבות ההכנסות מדמי הבלעדיות מהקרקע במושב תנובות.

### מינוף הולם לרמת הדירוג, לצד יחס כיסוי חלש ותנודתי

נכון ליום 31 במרץ 2026, החוב הפיננסי המאוחד של החברה הסתכם בכ-1,076 מיליון ₪, לעומת כ-1,146 מיליון ₪ נכון ליום 31 במרץ 2025. כ-40% מיתרת החוב מקורה באגרות חוב שקליות בריבית קבועה וכ-60% הלוואות מתאגידים בנקאיים, מרביתן בריבית משתנה על בסיס ריבית הפריים. יחס חוב נטו ל-CAP נטו עמד על כ-55.1% נכון ליום 31 במרץ 2026, לעומת כ-54.2% בסוף שנת 2025 וכ-61.9% בסוף שנת 2024. השיפור ביחס נבע בעיקר מהפסקת איחוד אנשי העיר במהלך שנת 2025, אשר הביאה לגריעת חובותיה מהמאזן ולהכרה ברווח מירידה משליטה, וכן מהכרה ברווחים מהותיים מממוש קרקעות וזכויות. רווחים אלה הגדילו את ההון העצמי ותמכו בירידה ביחס המינוף, אף כי חלק מהתמורות טרם התקבל במזומן. לצורך בחינת המינוף ויחסי הכיסוי, מידרוג מבצעת התאמות בגין חלק החברה בחובותיהן של חברות כלולות רלוונטיות. לאחר התאמות אלה, עמד יחס חוב נטו ל-CAP נטו על כ-59.1%. נציין כי, מידרוג אינה מבצעת איחוד יחסי לאנשי העיר, לאחר הפיכתה לחברה ציבורית והפסקת איחודה בדוחות החברה, בין היתר, לנוכח יכולתה לגייס חוב והון באופן עצמאי והערכת מידרוג כי רוטשטיין לא תידרש להזרים לה הון בהיקף מהותי.

בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, הכולל חילוץ עודפים מפרויקטים, השקעות הון עצמי בפרויקטים קיימים וחדשים, פירעון אגרות חוב וחלוקת דיבידנדים בהתאם למדיניות החברה, יחס חוב נטו ל-CAP נטו מותאם צפוי לנוע בטווח של 58%-62%. פירעון אשראי וחילוץ עודפים בפרויקטים מתקדמים צפוי לתמוך בירידה במינוף, אולם השפעה זו תקוזז בחלקה עם כניסת פרויקטים חדשים לליווי, גידול בניצול האשראי והשקעות החברה בפיתוח נכסים מניבים. צורכי המימון מושפעים גם מהיקף המכירות בתנאי תשלום מיטיבים לרוכשים, הדוחים חלק משמעותי מהתקבולים למועד המסירה ומגדילים את צורכי המימון במהלך תקופת הביצוע.

כאמור, החברה הוכיחה יכולת לממש זכויות בקרקעות ובפרויקטים ולהכניס שותפים, באופן המאפשר לייצר מקורות תזרימים ולהפחית את צורכי ההון והחוב עוד בטרם השלמת הפרויקטים. גמישות זו תומכת ביכולת החברה לנהל את רמת המינוף לאורך מחזור הפעילות, אף כי היקף המקורות ועיתוי קבלתם תלויים בתנאי השוק ובהשלמת העסקאות. יצוין, כי מהלכים כאמור לא נכללו בתרחיש הבסיס של מידרוג.

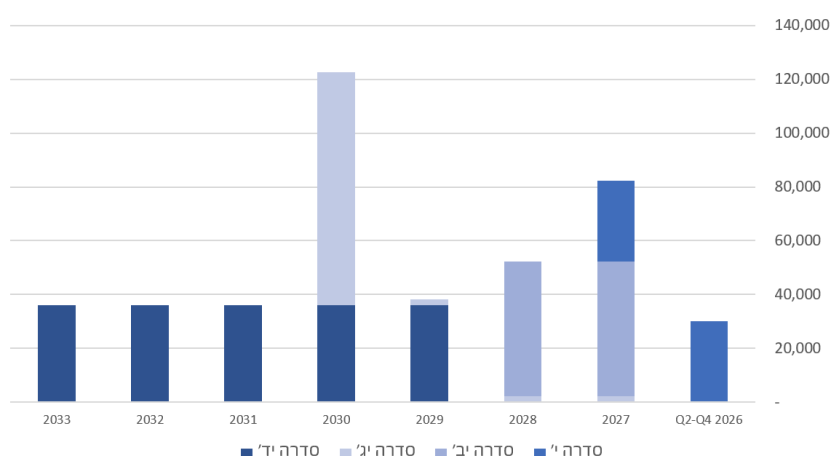


יחס הכיסוי EBIT להוצאות ריבית עמד על כ-0.2 בארבעת הרבעונים שהסתיימו ביום 31 במרץ 2026, לעומת כ-0.7 בשנת 2025 וכ-2.6 בשנת 2024, והוא בולט לשלילה ביחס לרמת הדירוג. השחיקה ביחס נבעה מהאטה משמעותית בהכרה החשבונאית בהכנסות וברווחים ממכירת דירות, על רקע סיום והתקדמות גבוהה של פרויקטים שתורמו לרווח בשנים קודמות, לצד מיעוט פרויקטים שנפתחו במהלך שנת 2024 והימצאותם של פרויקטים חדשים ומהותיים בשלבים מוקדמים של ביצוע ומכירות. לכך הצטרפה הפסקת איחוד תוצאות אנשי העיר החל מהרבעון השלישי של שנת 2025, אשר הקטינה את היקף הפעילות ואת הרווח התפעולי המאוחד. כמו כן, השנים 2024-2025 הושפעו לחיוב מרווח ממכירת קרקעות. בד בבד, הוצאות הריבית נותרו גבוהות, לנוכח היקף החוב המשמש למימון קרקעות ופרויקטים המצויים בשלבי פיתוח וביצוע מוקדמים. במסגרת חישוב יחס הכיסוי, מידרוג כוללת הוצאות ריבית מהוונות, לרבות חלק החברה בהוצאות המימון של טלרד, בעוד שפרויקטים אלה טרם תורמים באופן מהותי ל-EBIT. פער העיתוי בין התהוות הוצאות המימון לבין ההכרה ברווח מאפיין את פעילות הייזום וצפוי להמשיך להכביד על יחס הכיסוי בטווח הקצר. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, התקדמות הפרויקטים והבשלתם להכרה בהכנסות וברווח צפויות לתמוך בשיפור ביחס הכיסוי לטווח של 0.9-1.8 בשנות התחזית. הטווח הרחב משקף תנודתיות גבוהה הנגזרת מקצב המכירות, מהתקדמות הביצוע ומעיתוי ההכרה ברווחים, כאשר הטווח העליון מתייחס לשנת 2027 נוכח צפי לגידול בהיקפי הכנסות החברה. על אף השיפור הצפוי ביחס לרמתו הנוכחית, יחס הכיסוי צפוי להוסיף להיות מתון, ולפיכך הוא מוסיף להוות גורם המכביד על הפרופיל הפיננסי של החברה.

### מדיניות פיננסית מאוזנת, לצד נזילות הנשענת על חילוץ עודפים ונגישות למקורות מימון

מדיניותה הפיננסית של החברה מוערכת כשמרנית ונתמכת במיקוד בעסקאות קומבינציה ובהתחדשות עירונית, בליווי בנקאי סגור ובנגישות למערכת הבנקאית ולשוק ההון. נכון ליום 31 במרץ 2026, יתרת המזומנים החופשיים עמדה על כ-59 מיליון ₪ ואינה מהווה כשלעצמה כרית נזילות גבוהה ביחס להיקף החוב. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2026-2027, היקף השקעות הון עצמי בפרויקטים לייזום למגורים ובפיתוח נדל"ן להשקעה צפוי לנוע בטווח של 100-150 מיליון ₪ בכל שנה, ופירעונות אגרות חוב וחלוקות דיבידנד בסך של 40-100 מיליון ₪ בשנה. מול שימושים אלה צפויים חילוץ עודפים מפרויקטים ותשלומי הלוואות שותפים בהיקף שינוע סביב 200 מיליון ₪ בשנה, לצד מסגרות אשראי חתומות בהיקף של כ-100 מיליון ₪, מחזור אשראי וגיוס מקורות נוספים. בתרחיש הבסיס לא נכללו מקורות ממימוש נכסים, לרבות מימוש ההחזקה באנשי העיר, על אף היסטוריית המימושים של החברה, ולפיכך מימושים כאמור עשויים להוות מקור נזילות נוסף מעבר לתרחיש. להערכת מידרוג, כרית הנזילות צפויה להיות מתונה ותלויה בקצב המכירות, בהתקדמות הפרויקטים ובשמירה על נגישות למקורות מימון.

#### תרשים 5: רוטשטיין נדל"ן בע"מ: לוח סילוקין של קרן אג"ח נכון ליום 31 במרץ 2026, באלפי ₪



## שיקולי ESG

שיקולי ESG נושאים השפעה מתונה על דירוג החברה. להערכת מידרוג, לחברה קיימת חשיפה מתונה לסיכונים סביבה בתחום יזמות הנדל"ן - פעילות החברה תלויה בצבר הקרקעות אותו היא מחזיקה וכן ביכולת לרכוש קרקעות נוספות, המוצעות בחלקן לרכישה במכרזים של רמ"י. עם זאת, החשיפה ממותנת בחלקה באמצעות צבר הקרקעות ופעילות החברה בתחום ההתחדשות העירונית. בתחום ייזום הנדל"ן קיימת חשיפה לסיכונים חברתיים בדמות מחאות על מחירי הדיור וסיכונים רגולטורים וחקיקה כגון תיקונים בחוק המכר ביחס להצמדת מדד תשומות הבניה למחיר הדירה, פיצוי לרוכשים בעת איחור במסירת דירות או ליקויים, שינוי מס הרכישה למשקיעים, מדיניות משתנה בין ראשויות מקומיות וכו'. החברה מבצעת את הפרויקטים שלה בעצמה, ולכן חשופה לסיכונים בטיחות העובדים באתרי הבנייה ולסיכונים משפטיים וסיכון מוניטין הכרוכים בכך. להערכתנו, חשיפת החברה לסיכונים ממשל תאגידי אינה מהותית.

## מטריצת הדירוג

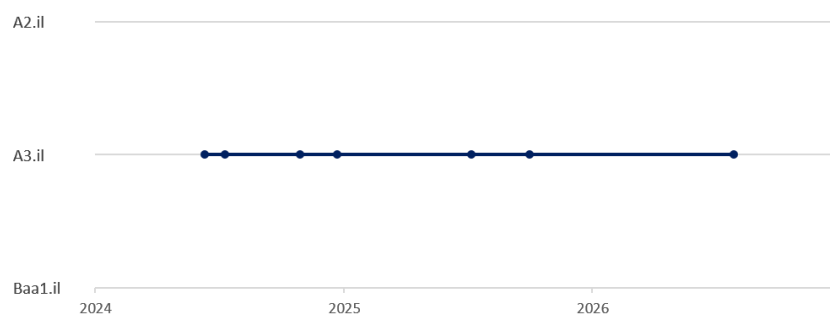
| תחזית מידרוג |         | ליום 31.03.2026 |                      | פרמטרים                                                       | קטגוריה       |
|--------------|---------|-----------------|----------------------|---------------------------------------------------------------|---------------|
| ניקוד        | מדידה   | ניקוד           | מדידה <sup>[1]</sup> |                                                               |               |
| Baa.il       | ---     | Baa.il          | ---                  | תחום פעילות וסביבה כלכלית                                     | סביבת הפעילות |
| Baa.il-A.il  | 650-370 | Baa.il          | 274                  | סך הכנסות מפעילות ייזום (מיליוני ש"ח) - LTM                   | פרופיל עסקי   |
| A.il         | ---     | A.il            | ---                  | איכות הפרויקטים, פיזור פעילות, צבר קרקעות וותק וניסיון המנפיק |               |
| Baa.il       | ~19%    | Baa.il          | 19%                  | שיעור רווח גולמי יזמי                                         | רווחיות       |
| A.il         | 62%-57% | A.il            | 59.1%                | חוב פיננסי / CAP                                              | פרופיל פיננסי |
| Ba.il-Baa.il | 1.8-0.9 | Ba.il           | 0.1                  | EBIT / הוצאות ריבית                                           |               |
| A.il         | ---     | A.il            | ---                  | מדיניות פיננסית                                               |               |
| A3.il        |         |                 |                      | דירוג נגזר                                                    |               |
| A3.il        |         |                 |                      | דירוג בפועל                                                   |               |

[1] המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. תחזית מידרוג כוללת את הערכות מידרוג ביחס למנפיק בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק.

## אודות החברה

חברת רוטשטיין נדל"ן בע"מ התאגדה בשנת 1961 כחברה פרטית ובשנת 1993 הפכה לחברה ציבורית ומניותיה נרשמו למסחר בבורסה לני"ע בתל אביב. החברה עוסקת, בעצמה ובאמצעות חברות המוחזקות על ידה בייזום והקמת פרויקטים של בניה למגורים ובייזום וניהול נדל"ן מניב. בעלת השליטה בחברה הינה חברת אבני שוהם, בבעלות יצחק מירלשוילי, לצד בעלי מניות נוספים הכוללים את אבישי בן-חיים (מנכ"ל החברה) וגופים מוסדיים.

## היסטורית דירוג



## דוחות קשורים

[רוטשטיין נדל"ן בע"מ - דוחות קשורים](#)

[דירוג חברות ייזום למגורים - דוח מתודולוגי, מאי 2020](#)

[התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים - דוח מתודולוגי, דצמבר 2024](#)

[שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי - דוח מתודולוגי, ספטמבר 2019](#)

[קווים מנחים לבחינת סיכונים סביבתיים, חברתיים וממשל תאגידי במסגרת דירוגי אשראי - דוח מתודולוגי, פברואר 2022](#)

[האטה בביקושים מעלה את סיכון האשראי בענף ייזום הנדל"ן למגורים בישראל - דוח מיוחד, אוקטובר 2025](#)

[השלכות המלחמה על כושר החזר האשראי של מנפיקים המדורגים על ידי מידרוג - דוח מיוחד, מרץ 2026](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

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

## מידע כללי

|                     |                                      |
|---------------------|--------------------------------------|
| 04.08.2026          | תאריך דוח הדירוג:                    |
| 29.10.2025          | התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג: |
| 17.06.2024          | התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:     |
| רוטשטיין נדל"ן בע"מ | שם יזום הדירוג:                      |
| רוטשטיין נדל"ן בע"מ | שם הגורם ששילם עבור הדירוג:          |

## מידע מן המנפיק

מידרוג מסתמכת בדירוגיה בין השאר על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

## סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

|        |                                                                                                                                                                           |
|--------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Aaa.il | מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה 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 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.

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

דירוגים שהונפקו על ידי מידרוג משקפים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לכושר החזר האשראי היחסי העתידי של גופים, התחייבויות, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם או אספקתם, וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו, וכל החומרים, המוצרים, השירותים והמידע שמידרוג מפרסמת או מספקת (להלן: "חומרי מידרוג"), עשויים לכלול חוות דעת סובייקטיביות כאמור לעיל.

מידרוג מגדירה כושר החזר אשראי כיכולת המנפיק לעמוד בהתחייבויות החוזיות וההפסד במקרה של כשל פירעון או אירוע פגיומה. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל גורם אחר, כגון אך לא רק לסיכונים נזילות, שווי שוק, שינויים בשערי ריבית, תנודתיות מחירים או כל גורם שאינו כושר החזר אשראי.

אין לראות בדירוגים של מידרוג, בהערכות שאינן סיכוני אשראי (להלן: "הערכות מידרוג") או בכל חוות דעת הכלולה בחומרי מידרוג, עובדות או נתונים היסטוריים. חומרי מידרוג עשויים לכלול גם הערכות כמותיות בנוגע לכושר החזר אשראי, המבוססות על מודלים, וכן חוות דעת והערות בנוגע להערכות אלו.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות דעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם מהווים יעוץ השקעות או יעוץ פיננסי, ואינם בגדר המלצה לרכוש ניירות ערך כלשהם, למכור אותם או להחזיק בהם.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם בגדר חוות דעת לגבי ההתאמה של השקעה כלשהי לצרכיו של משקיע מסוים.

מידרוג מנפיקה דירוגי אשראי, הערכות וחוות דעת אחרות ומפרסמת או מספקת את חומרי מידרוג מתוך הנחה וציפייה כי כל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע הערכות משלו בדבר הכדאיות של רכישה, מכירה או המשך החזקה בכל נייר ערך. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביועץ מקצועי לגבי כדאיות ההשקעה, לגבי הדין החל, ולגבי כל עניין מקצועי אחר, בטרם יחליט החלטת כלשהי לגבי השקעות.

דירוגי מידרוג, הערכות מידרוג וכל חוות דעת או חומרי מידרוג אחרים, אינם מיועדים לשימוש על ידי משקיעים פרטיים. משקיעים פרטיים מוזהרים בזאת שלא לבסס החלטות השקעה על חומרי מידרוג. משקיע פרטי שיבסס החלטות בענייני השקעות על חומרי מידרוג, ינהג בכך בצורה פזיזה וחסרת אחריות. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביועץ פיננסי או ביועץ מקצועי אחר בטרם יקבל החלטת כלשהי לגבי השקעות.

כל המידע הכלול במסמך זה הוא מידע המוגן על פי דין, כולל, בין היתר, מכוח דיני זכויות יוצרים וקניין רוחני. אין להעתיק את כל המידע או חלק כשלה ממנו או לסרוק אותו, לשכתב אותו, להפיץ, להעבירו, לשכפל אותו, להציגו, לתרגמו או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, בכל דרך שהיא, ללא אישורה של מידרוג בכתב ומראש.

לצורך חוות הדעת שמידרוג מפיקה, מידרוג משתמשת בסולמות דירוג, בהתאם להגדרות המפורטות בכל סולם. הסימול שנבחר על מנת לשקף את דעתה של מידרוג לגבי כושר החזר האשראי, משקף אך ורק הערכה יחסית של אותו סיכון. הדירוגים של מידרוג אינם נערכים על פי סולם גלובלי - הינם חוות דעת לגבי כושר החזר האשראי של המנפיק או ההנפיקה באופן יחסי לזה של מנפיקים או הנפיקות אחרים בישראל.

דירוגי האשראי, הערכות וחוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אינם מיועדים לשימוש כ"בנצ'מרק", במשמעותו של מונח זה בהקשר הרגולטורי, ואין להשתמש בהם בכל דרך אשר עלולה להוביל לכך שהם ייחשבו "בנצ'מרק".

**מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לרמת הדיוק של כל דירוג, הערכה או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא, או ביחס להיות נכונים למועד מסוים, או ביחס לשלמותם, לסחירותם או להתאמתם למטרה כלשהי.**

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג, בהערכות של מידרוג, בחוות הדעת של מידרוג ובחומרי מידרוג (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמינים ומדויקים. יחד עם זאת, והיות שתמיד תיתכן טעות אנוש או תקלה טכנית, וכן בשל גורמים אחרים, כל המידע הנכלל במסמך הזה מסופק כפי שהוא (as is) בלי שום אחריות משום סוג שהוא.

מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע. מידרוג נוקטת אמצעים סבירים כדי שהמידע שהיא משתמשת בו לצורך הדירוג יהיה באיכות מספקת וכי יגיע ממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים, לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, ככל שהדבר רלבנטי. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן איננה יכולה לאמת או לתקן את המידע שהתקבל בכל מקרה ומקרה בתהליך הדירוג או במהלך הכנת חומרי מידרוג.

התוכן של חומרי מידרוג אינו חלק מן המתודולוגיה של מידרוג, למעט אותם חלקים בתוכן אשר לגביהם מצוין במפורש כי הם מהווים חלק מן המתודולוגיה.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה, שלוחיה, נציגיה, כל גורם שהעניק למידרוג רישיון, וכן ספקיה (להלן: "אנשי מידרוג"), לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד עקיף, מיוחד, תוצאתי או נלווה, אשר ינבע מן המידע שבמסמך זה או משימוש במידע כאמור או מאי יכולת להשתמש במידע כאמור, וזאת אף אם נאמר למידרוג או למי מאנשי מידרוג, כי נזק או הפסד כאמור עלולים להתרחש. מבלי לגרוע מכלליות האמור לעיל, מידרוג לא תישא באחריות: (א) לאובדן רווחים בהווה או בעתיד; (ב) לאובדן או לנזק הנובעים ממכשיר פיננסי שלא עמד במוקד דירוג אשראי ספציפי של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג ואנשי מידרוג לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד ישירים הנובעים מן המידע הכלול במסמך זה, או משימוש בו או מאי היכולת להשתמש בו, כולל, בין היתר, בגין נזק או הפסד שנובעים מרשלנות מצדם (למעט מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), או מאירוע בלתי צפוי, בין אם אותו אירוע הוא בשליטתם של מידרוג או אנשי מידרוג, ובין אם לאו.

מידרוג אימצה מדיניות ונהלים לעניין עצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

כל דירוג, הערכה או חוות דעת שהונפקו על ידי מידרוג עשויים להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבססו ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. כשרלבנטי, עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il).