

# חברת נמלי ישראל - פיתוח ונכסים בע"מ

מעקב | אפריל 2019

## **אנשי קשר:**

### **אלעד סרוסי**

ראש צוות, מעריך דירוג ראשי  
[elad.seroussi@midroog.co.il](mailto:elad.seroussi@midroog.co.il)

### **ישי טריגר, סמנכ"ל**

ראש תחום מימון מובנה, פרויקטים ותשתיות  
[yishait@midroog.co.il](mailto:yishait@midroog.co.il)

---

## חברת נמלי ישראל - פיתוח ונכסים בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aa1.il	דירוג מנפיק
אופק דירוג: יציב	Aa1.il	דירוג סדרות

מידרוג מותירה על כנו את דירוג Aa1.il לדירוג המנפיק של חברת נמלי ישראל - פיתוח ונכסים בע"מ (להלן: "החברה" ו/או "חני"י"), אופק הדירוג יציב. כמו כן, מידרוג מותירה על כנו את דירוג אגרות החוב (סדרות א', ב', ג') שהנפיקה החברה, בדירוג Aa1.il באופק יציב.

### אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
31.12.2026	יציב	Aa1.il	1145564	א
31.12.2031	יציב	Aa1.il	1145572	ב
31.12.2024	יציב	Aa1.il	1145580	ג

### שיקולים עיקריים לדירוג

במסגרת הדירוג נלקחו בחשבון, בין היתר, השיקולים הבאים: (1) החברה פועלת בהתאם למודל ה-Landlord, המבוסס על עקרון ההפרדה בין תכנון, פיתוח וניהול תשתיות נמלי הים הלאומיות והתפעול השוטף של הנמלים, אשר מתבצע על ידי חברות ממשלתיות ו/או פרטיות נפרדות; (2) החברה הינה בבעלות ממשלתית מלאה, כאשר בתחום אחריותה תשתית חיונית בעלת חשיבות אסטרטגית למדינת ישראל, המאופיינת בכלכלת "אי-בודד". הפעילות בנמלים הימיים מהווה את החלק העיקרי מסך פעילות הייבוא והייצוא למשק הישראלי; (3) לחברה רגולציה ואסדרה ייחודית אשר משפיעות באופן ישיר על תחומי פעילותה, מצבה העסקי והכנסותיה. למעשה, הכנסות החברה מושתתות על אסדרה בצווים, לרבות קביעת התעריפים בגין דמי התשתית ודמי השימוש, ולכן מדיניות הממשלה בתחום מהווה נדבך מרכזי בדירוג. העמדת שטחי הנמלים לחברות נמל חיפה ונמל אשדוד בוצעה בהתאם להסכמי ביניים משנת 2005. נכון למועד הדוח, טרם נחתמו הסכמי קבע עם החברות ולכן, החברה עלולה להיות מחויבת בהסדרים שונים מאלו המוסדרים כיום. סביבה רגולטורית יציבה, שקופה וברורה מהווה נדבך מרכזי בדירוג החברה, ועל כן, ככל שיחול שינוי לרעה במסגרת זו, עלול הדירוג להיפגע; (4) מרבית הכנסותיה של חני"י אינן קבועות ונגזרות בעיקר מהיקפי תנועת המטענים בכלל נמלי ישראל, אשר נמצאת במגמת עליה רב שנתית. מנגנון הכנסות החברה תומך ביציבות תזרימית, ועל כן, אין בפתחת שני הנמלים החדשים (באשדוד ובחיפה) והגדלת התחרות המשקית בקשר עם שירותי נמל בכדי להשפיע על הרכיב המשתנה בהכנסותיה של חני"י. בנוסף, זכאית החברה לרכיב הכנסות קבוע מחברות הנמל החדשות לכשיוקמו; (5) לחברה קיימת חשיפה לרשת ביטחון פנסיונית, אולם נכון למועד הדוח לא נדרשה חני"י להעמיד סכומים בגין רשת זו, וכן לדברי החברה, היעודות הפנסיוניות של חברות הנמל גדולות משמעותית מהתחייבויותיהן; (6) בהתאם לנייר עקרונות משנת 2016, לחברה עלולה להיות חשיפה לרשת ביטחון לתשלומי פרמיה ולמימון תשתיות נמליות. עם זאת, לדברי החברה ונכון למועד הדוח, נייר העקרונות המדובר לא הבשיל לכדי הסכם מחייב והחברה אינה צד לו; (7) החברה נמצאת במהלכה של תכנית השקעות מאסיבית אשר טומנת בחובה סיכויי הקמה בקשר עם הנמלים החדשים. על פי תכנית ההשקעות של החברה, היקף ההשקעות (לרבות ההשקעות שבוצעו בפועל), עד לשנת 2021, עומד על כ- 9.2 מיליארד ש"ח עבור הקמה ופיתוח בנמל המפרץ ובנמל הדרום. נכון לחודש דצמבר 2018, כ- 77% מסך התשלומים המתוכננים בוצעו בפועל; (8) מימון פעילות החברה ושירות החוב בשנים הקרובות נתמכים בגיוון מקורות האשראי של החברה; (9) נזילות מספקת הנשענת על תזרים מזומנים יציב ומסגרות אשראי מהותיות חתומות לא מנוצלות.

בתרחיש הבסיס של מידרוג הנחנו כי היקף החוב הפיננסי נטו של החברה יגיע בשיאו לכ- 4.4 מיליארד ש"ח (גידול של כ- 30% בהיקף החוב לעומת היקפו במועד דוח הדירוג). תשלומי הקרן והריבית, ללא מחזור המסגרות הבנקאיות, ינועו בטווח הבינוני בין כ- 200 מיליון ש"ח לכ- 570 מיליון ש"ח. תשלומי קרן האג"ח יחלו בשנת 2021 (תשלום חלקי), ובתרחיש הבסיס הנחנו כי יחס הכיסוי ADSCR בין השנים 2022-2023 צפוי לנוע בטווח בין 1.17 לבין 1.21, כאשר בשנים 2022-2026 עומס הפירעונות צפוי להיות משמעותי. כמו כן, יחס החוב הפיננסי להכנסות בשנים 2019-2022 צפוי לעמוד בממוצע על כ-5.0, כאשר יחס זה צפוי להשתפר בהדרגה בשנים הראשונות

להפעלת הנמלים החדשים. נכון למועד הדוח, מימון פעילות החברה מתבסס על תזרימי המזומנים מפעילות, על גיוסי אג"ח ונע"מים בשוק ההון וכן על מסגרות אשראי חתומות פנויות אל מול מספר בנקים שונים לתקופה של עד שנתיים ובהיקף של כ- 2.5 מיליארד ש"ח. כמו כן, בתרחיש הבסיס של מידרוג, הנחנו הגדלת החוב הפיננסי נטו לצורך מימון ההשקעות המתוכננות בהיקף של כ- 1.0 מיליארד ש"ח. להערכתנו, לחברה גיוון מקורות אשראי הולם ונגישות טובה לשווקי ההון אשר תומכת בגמישותה הפיננסית. בנוסף, נלקח בחשבון כי החברה לא תבצע חלוקת דיבידנדים למדינה עד לפרעון המלא של אגרות החוב המדורגות. להערכת מידרוג, רמת נזילות החברה הינה מספקת ביחס להיקף הוצאות ה- CAPEX ושירות החוב (קרן וריבית) בשנים הקרובות. בנוסף לאמור לעיל, מידרוג מעריכה את התלות ההדדית בין המדינה לחברה כגבוהה מאד ואת רמת התמיכה של המדינה בחברה כגבוהה. הנחות אלו מהוות יסודות משמעותיים לדירוג.

### אופק הדירוג

#### גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- סיום תכנית ההשקעות המאסיבית של החברה בקשר עם הקמת הנמלים החדשים, בהתאם לתקציב וללוחות הזמנים שהוגדרו
- שיפור מהותי ביחסי הכיסוי ורמת המינוף של החברה

#### גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- שינוי לרעה בהערכת הקשר בין החברה למדינה
- פגיעה מתמשכת ומהותית בהכנסות החברה, ברווחיותה וביחסי הכיסוי
- מימוש אחת מרשתות הביטחון לחברות הנמלים ואישור הסכם העקרונות מול חברת נמל אשדוד באופן שיפגע באיתנות הפיננסית של החברה

#### חברת נמלי ישראל - פיתוח נכסים בע"מ, נתונים עיקריים באלפי ש"ח:

2014	2015	2016	2017	2018	
777,995	781,947	850,042	936,590	887,109	הכנסות
21.5%	38.8%	45.5%	60.2%	47.3%	שיעור רווח תפעולי
355,417	498,500	587,482	761,999	629,124	EBITDA
275,102	307,732	246,484	361,507	440,622	רווח נקי
6,354,630	6,817,693	7,141,838	7,523,325	8,121,041	סה"כ הון
-	-	580,684	1,927,164	2,990,831	סה"כ חוב פיננסי
1,044,693	760,198	91,018	108,826	8,857	סה"כ נכסים נזילים
57.8%	57.4%	55.1%	49.6%	51.0%	הון למאזן
NR	NR	7.3%	21.1%	26.7%	חוב פיננסי ל-Cap
NR	NR	0.7	2.1	3.4	יחס חוב להכנסות

### פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

#### גידול מתון בענף הסחורות עם התמתנות תחזיות הצמיחה המאקרו כלכליות

מדינת ישראל מאופיינת בכלכלת "אי בודד", ועל כן ענף הנמלים הינו גורם עיקרי בסחר החוץ שלה. כ- 99% מסך מטעני הייצוא והייבוא משונעים דרך הנמלים הימיים, ולכן למשק הישראלי קיימת תלות גבוהה מאוד בענף פעילות זה. בהתאם לנתוני משרד התחבורה<sup>1</sup>,

<sup>1</sup> משרד התחבורה - רשות הספנות והנמלים.

היקף תנועת סך המטענים בכלל נמלי ישראל בשנת 2018, על כל סוגיהם, הציג גידול של 1.3%, ביחס לשנת 2017. בפרט, מגמת צמיחה דומה משתקפת גם בתנועת המכולות, אשר הסתכמה בשנת 2018 בכ- 2,947 אלפי TEU<sup>2</sup>, גידול בשיעור של כ- 2.7% בהשוואה לשנת 2017. נוסף על כך, שנת 2018 הסתכמה בעלייה של כ- 7% בייצוא הסחורות והשירותים, כאשר העלייה נרשמה בעיקר בזכות הצמיחה המואצת בייצוא השירותים. ייצוא הסחורות בלבד, גדל זו השנה השנייה ברציפות והציג עלייה של כ- 3% לאחר ירידה בשנים קודמות. בהתאם לתחזיות מכון הייצוא הישראלי לשנת 2019<sup>3</sup>, סך הייצוא הישראלי צפוי לגדול בכ- 5%. נתון הצמיחה בייצוא נחזה לאור התמתנות בתחזית הצמיחה העולמית, אשר מגיעה על רקע התרחבות מדיניות המכסים הפרוטקציוניסטית וההחרפה במלחמת הסחר, וכן על רקע אי הוודאות השוררת סביב תהליך ה"ברקזיט" והשלכותיו, האטה בפעילות הכלכלית של כלכלות מובילות בגוש האירו (בעיקר גרמניה ואיטליה) וירידה בקצב הצמיחה הצפוי בסין. בהתאם לכלל הגורמים, צופה קרן המטבע הבינלאומית האטה בקצב הגידול של הכלכלה העולמית (זו השנה השנייה ברציפות) וכי קצב הגידול יעמוד בשנים 2019 ו- 2020 על 3.5% ו- 3.6%, בהתאמה. בהתאם לתחזית המקרו כלכלית של בנק ישראל מחודש אפריל 2019<sup>4</sup>, שיעור הצמיחה החזוי בתמ"ג לשנים 2019 ו- 2020 צפוי לעמוד על כ- 3.2% ו- 3.5%, בהתאמה, לעומת שיעור הצמיחה לשנת 2018 אשר עמד על 3.3%. שיעור הצמיחה החזוי נמוך משיעור הצמיחה שהוערך בתחזיות קודמות של בנק ישראל, בין השאר בשל מגבלות היצע בשוק העבודה, בשל האטה הצפויה בעולם ובעקבות שינוי בהערכות לגבי פעילות חברות גדולות במשק. על כן מעריך בנק ישראל, כי עלתה ההסתברות לכך שהצמיחה המואצת שאפיינה את המשק בשנים האחרונות הגיעה לכדי מיצוי. בנוסף, בהתאם לתחזית זו, שיעור הגידול בייבוא במדינות המפותחות לשנים 2019 ו- 2020 צפוי לעמוד על כ- 3.5% ו- 3.3%, בהתאמה.

### תכנית השקעות ופיתוח מאסיבית חושפת את החברה לסיכוני הקמה

לחברה תכנית השקעות מאסיבית ומורכבת הכוללת הן את פיתוחם של נמלי הים הקיימים באשדוד ובחיפה והן את הקמתם של שני נמלים חדשים, אשר צפויים להחל בהפעלה מסחרית בשנת 2021. הקמת הנמלים החדשים טומנת בחובה סיכוני הקמה לא מבוטלים, אשר עלולים לבוא לידי ביטוי בהיבטים תקציביים, הנדסיים וכן בעיכובים בלוחות הזמנים. סך תכנית ההשקעות הצפויה, לרבות הסכומים שכבר בוצעו נכון למועד הדוח, עד לשנת 2021, נאמדת ע"י החברה בכ- 10.4 מיליארד ₪, מתוכם כ- 4.6 מיליארד ₪ עבור נמל המפרץ וכ- 4.6 מיליארד ₪ עבור נמל הדרום. נכון לחודש דצמבר 2018, כ- 87% וכ- 67% מסך התשלומים המתוכננים בוצעו בנמל המפרץ ובנמל הדרום, בהתאמה. על פי תחזיות החברה, בשנת 2019 צפויה השקעה של כ- 329 מיליוני ₪ בנמל המפרץ וכ- 603 מיליוני ₪ בנמל הדרום. לדברי החברה, התקדמות הקמתם ופיתוחם של הנמלים החדשים, הולמת את התקציב, אבני הדרך ההנדסיות ולוחות הזמנים המתוכננים. סך תקציב ההשקעות לשנת 2019 בנמלים הקיימים מסתכם לכ- 195 מיליוני ₪. עלויות תכנית פיתוח נמלי הים ממומנת ממקורותיה העצמיים של החברה, מהלוואות מתאגידים בנקאיים ומאגרות החוב ונע"מים שהונפקו לציבור. בהתאם לתחזיות החברה, לצורך השלמת תכנית ההשקעות, צפויה החברה בשנים הקרובות להגדיל את היקף החוב הפיננסי נטו בכ- 1.0 מיליארד ₪.

### יציבות תזרימית אשר אינה צפויה להפגע מהתחרות העתידית בעקבות הפעלת הנמלים החדשים

בשנת 2018 הסתכמו הכנסות החברה בכ- 887 מיליון ₪, כאשר כ- 38% מההכנסות הינן בגין דמי תשתית, לעומת כ- 45% בשנים קודמות, המשולמים על ידי בעל המטען באמצעות חברות הנמל, בהתאם לסוג ו/או משקל המטען. הירידה בחלק הכנסה זה נובעת בעיקר בשל הירידה ההדרגתית בתעריפי דמי התשתית, בהתאם לקבוע בצו התעריפים. כמו כן, כ- 32% מסך ההכנסות נבעו מתשלום בגין הנכסים המועמדים לשימוש חברות הנמל, וכוללים רכיב קבוע של כ- 88 מיליון ₪ בשנה. ההכנסות מדמי הרשאה היוו כ- 20% מסך ההכנסות, ונובעות ממתן זכויות במקרקעין לשימושם של גורמים שלישיים, בין היתר, בגין תשתיות נפט ואנרגיה, ממגורות דגון, מספנות ישראל, כימיקלים לישראל, וחברות הפועלות בתחום הלוגיסטיקה. יתרת ההכנסות, כ- 11%, נובעים מתשלומים בגין שימושים נמליים, עבור מטענים המנוטלים בתחומי הנמלים כדוגמת מלט, תבואות וסוגי תפזורת שונים. נציין, כי מנגנון הכנסות החברה תומך

<sup>2</sup> Twenty-foot Equivalent Unit

<sup>3</sup> [סיכום שנת 2018 ותחזית לשנת 2019, מכון הייצוא הישראלי.](#)

<sup>4</sup> [תחזית המקרו כלכלית של חטיבת המחקר, אפריל 2019.](#)

ביציבות תזרימית המתבססת על הפעילות הנמלית (בכלל נמלי ישראל), ועל כן אין בפתחת הנמלים החדשים והגדלת התחרות המשקית בכדי להשפיע על הכנסותיה של חנ"י מרכיב ההכנסות המשתנה, ובלבד שהסחורות והמטענים נפרקו באחד מנמלי ישראל. בנוסף, זכאית החברה לרכיב הכנסות קבוע מחברות הנמל החדשות לכשיפעלו.

### מימון פעילות החברה ושירות החוב בשנים הקרובות נתמכים בגיוון מקורות האשראי של החברה

בתרחיש הבסיס של מידרוג הנחנו כי היקף החוב הפיננסי של החברה יגיע בשיאו לכ- 4.6 מיליארד ש"ח (גידול של כ- 35% לעומת היקף החוב במועד הדירוג). תשלומי הקרן והריבית, ללא מחזור המסגרות הבנקאיות, ינועו בטווח הבינוני בין כ- 200 מיליון ש"ח לכ- 570 מיליון ש"ח. תשלומי קרן האג"ח יחלו בשנת 2021 (תשלום חלקי), ובתרחיש הבסיס הנחנו כי יחס הכיסוי ADSCR בין השנים 2022-2023 צפוי לנוע בטווח בין 1.17 לבין 1.21, כאשר בשנים 2022-2026 עומס הפירעונות צפוי להיות משמעותי. כמו כן, יחס החוב הפיננסי להכנסות בשנים 2019-2022 צפוי לעמוד בממוצע על כ- 5.0, כאשר יחס זה צפוי להשתפר בהדרגה בשנים הראשונות להפעלת הנמלים החדשים. נכון למועד הדוח, מימון פעילות החברה מתבסס על תזרימי המזומנים מפעילות, על גיוסי אג"ח ונע"מים בשוק ההון וכן על מסגרות אשראי חתומות פניות אל מול מספר בנקים שונים לתקופה של עד שנתיים ובהיקף של כ- 2.5 מיליארד ש"ח. כמו כן, בתרחיש הבסיס של מידרוג, הנחנו הרחבת החוב הפיננסי נטו לצורך מימון ההשקעות המתוכננות בהיקף של כ- 1.0 מיליארד ש"ח. להערכתנו, לחברה גיוון מקורות אשראי הולם ונגישות טובה לשווקי ההון אשר תומכת בגמישותה הפיננסית. בנוסף, נלקח בחשבון כי החברה לא תבצע חלוקת דיבידנדים למדינה עד לפרעון המלא של אגרות החוב המדורגות. להערכת מידרוג, רמת נזילות החברה הינה מספקת ביחס להיקף הוצאות ה- CAPEX ושירות החוב (קרן וריבית) בשנים הקרובות.

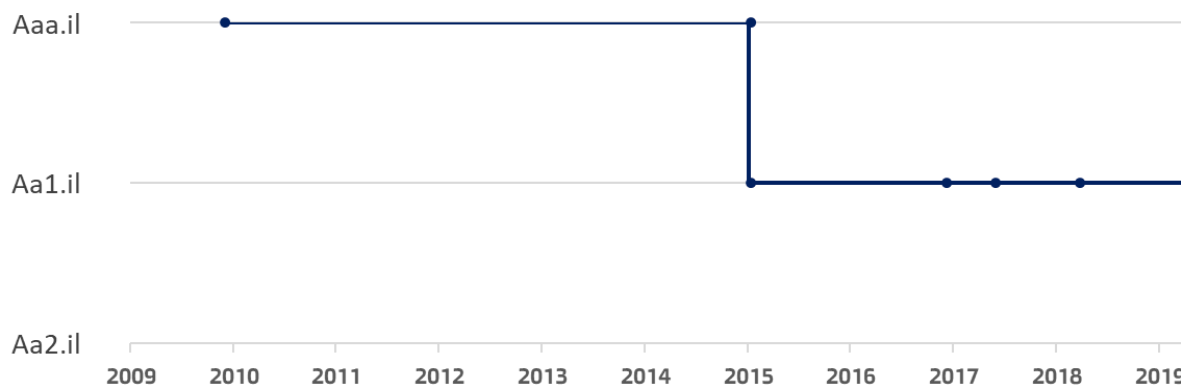
### התלות בין החברה למדינה והערכת תמיכת המדינה מהווים גורם משמעותי בדירוג

התלות בין החברה למדינה מתבטאת, בין היתר, בנייתו סיכוני אשראי דומים של החברה ושל המדינה, בחשיפה למשברים גיאופוליטיים, הישענות החברה והמדינה על מקורות הכנסה זהים, והיותה של החברה בבעלות מלאה של המדינה (100%). בהתאם לכתב ההסמכה של החברה ולפי חקיקה ראשית בנושא, החברה צפויה להישאר בבעלות המדינה בכל תקופת הסמכתה (עד לשנת 2054). תמיכה מיוחדת מצד המדינה, בהיקף ובמועד, משתקפת בהשפעת החברה על התנהלות כלכלת המדינה, בהצרת הפקידות הבכירה בדבר חשיבות החברה, ובמבנה לוח התעריפים אשר גוזר את הכנסותיה של החברה. יש לציין, כי במסגרת שיקול זה, נלקחו בחשבון מערכת ההסכמים בין החברה למדינה ולחברות הנמלים. מידרוג מעריכה את התלות בין החברה למדינה כגבוהה מאד ואת הסבירות לתמיכה מיוחדת כגבוהה. שחיקה בהערכת מידרוג בכל הנוגע לקשר בין המדינה לחנ"י, עלולה להוביל להורדת דירוג משמעותית.

### אודות החברה

חנ"י הוקמה בשנת 2004 והחלה לפעול בפברואר 2005. במסגרת הרפורמה בנמלים שביצעה ממשלת ישראל, רשות הנמלים חדלה מלהתקיים ובמקומה החלו לפעול 4 חברות ממשלתיות חדשות - 3 חברות לתפעול הנמלים בחיפה, באשדוד ובאילת וחנ"י, אשר אליה הועברה הבעלות על הזכויות בנכסים, כאשר החברה הופקדה על פיתוח תשתיות הנמלים וניהול הנכסים בתחומם. השינוי המבני האמור הוסדר בחוק רשות הספנות והנמלים, תשס"ד - 2004, התקנות והצווים מכוחו ובכתב הסמכה לחברה להיות חברת הפיתוח והנכסים. כחלק מהשינוי המבני, החברה נותרה בבעלות ממשלתית מלאה וזאת בכפוף לכתב ההסמכה (עד שנת 2054). השינוי המבני מבוסס על עיקרון הפרדה בין הבעלות על הנכסים ופיתוח התשתיות הלאומיות, שנעשה ע"י גורם ממשלתי (במקרה דגן, החברה), לבין התפעול השוטף של המסופים השונים במרחב הנמל, המתבצע ע"י חברות הנמל, המתחרות זו בזו. העיקרון המנחה את השינוי המבני הינו כי הפעלה אופטימלית של התשתיות הנמליות, תתקיים בסביבה בה חברות הנמל, הפועלות באותה בריכת נמל, מתחרות זו בזו על רמת השירות הנמלי ומחירו ללקוח הקצה.

## היסטוריית דירוג



## דוחות קשורים

[מתודולוגיית דירוג חברות פיתוח נכסי נמל](#)

[מתודולוגיית מנפיק הקשור למדינה](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

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

## מידע כללי

תאריך דוח הדירוג:

15.04.2019

התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:

15.04.2018

התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:

11.01.2009

שם יוזם הדירוג:

חברת נמלי ישראל - פיתוח ונכסים בע"מ

שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

חברת נמלי ישראל - פיתוח ונכסים בע"מ

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

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

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרוג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידרוג מראש ובכתב.

#### **אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכויי הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה**

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידרוג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכויי אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידרוג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידרוג הינם לפי סולם מקומי וכאולה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכויי אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע ביועץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

**מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא.**

דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידרוג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידרוג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

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

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>