

י.ח דמרי בנייה ופיתוח בע"מ

מעקב ו נובמבר 2016

אנשי קשר

אילון גרפונקל, ראש צוות בכיר- מעריך דירוג ראשי

Eylong@midroog.co.il

רן גולדשטיין, סמנכ"ל (ראש תחום נדל"ן)

Rang@midroog.co.il

י.ח. דמרי בנייה ופיתוח בע"מ

חיובי	A2.il	דירוג סדרות
-------	-------	-------------

מידרוג מאשרת מחדש דירוג A2.il ומשנה את אופק הדירוג מיציב לחיובי עבור סדרות אג"ח ד' ה' ו' שבמחזור, אותן הנפיקה חברת י.ח. דמרי בניה ופיתוח בע"מ (להלן: "דמרי" או "החברה").

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
30/06/2019	חיובי	A2.il	1129667	ד'
30/06/2021	חיובי	A2.il	1134261	ה'
31/12/2022	חיובי	A2.il	1136936	ו'

שיקולים עיקריים לדירוג

הדירוג והאופק החיובי נתמכים, בפרופיל העסקי הבולט לטובה, בין היתר, בשל היקף הפעילות המשמעותי הנובע הן ממלאי ניכר של פרויקטים בביצוע, כך שכיום החברה בונה כ-2,200 יח"ד (חלק חברה ללא רומניה) והן מצבר קרקעות משמעותי ביחס לחברות מתחרות בענף (המקטין את הצורך בהקצאת הון משמעותי לרכישת קרקעות נוספות בטווח הקצר-בינוני). יצוין כי בהתאם לנתונים שהתקבלו, העלות בספרים של חלק מהקרקעות הינה נמוכה ממחירי השוק הנוכחים, באופן המשפר את יכולת החברה להמשיך ולהפיק תזרים לשירות החוב גם בתרחיש של האטה בענף וכן תומך ביחסי האיתנות. הפרופיל העסקי מאופיין אף בפידור נרחב בין הפרויקטים השונים, באופן המקטין את התלות בכל אחד מהפרויקטים ובגיוון בין סוגי הפרויקטים, מיקומם ופלחי קהל יעד אף על פי שחלק ניכר מהפרויקטים מאופיינים ברמות מחירים של כ-800-1600 אלפי ש"ח ומיועדים לרוכשי דירות לראשונה ולמשפרי דיור. לאור צבר הקרקעות המשמעותי ופעולות החברה לקידום פרויקטים בתחום הפיני בינוי, החברה אינה תלויה ברכישות קרקעות באופן משמעותי במחירים הנוכחיים, וכן רכישות קרקעות בתחום המחיר למשתכן, המגלמות שיעורי רווחיות נמוכים יותר; במגמת גידול בהיקף ההון העצמי ושיפור ביחסי האיתנות לאורך השנים האחרונות. להערכת מידרוג, לאור השלמת היקף ניכר של פרויקטים בביצוע בשנת 2017, המגמה צפויה להימשך בכפוף להיקף הגידול בחוב בעקבות רכישת קרקעות, ככל שתתרחש; בהיקף תזרים המשמעותי לשירות החוב בגין הפרויקטים בבנייה, הכוללים מעל 900 יח"ד מכורות בהיקף מכירות כולל של כ-1.2 מיליארד ש"ח (ללא מע"מ), אשר טרם הוכרה בגין הכנסה ולפיכך טרם באו לידי ביטוי במלואם בדוחות הכספיים. יתרה מכך, במהלך השנים 2014-2015 החברה הפיקה תזרים רווח משמעותיים וזאת בהתאם לתחזיות מידרוג. האמור הביא לגידול בהון העצמי ולמקורות לשירות החוב; בשיעורי רווחיות בולטים לטובה ביחס לענף ולאורך זמן, בין היתר, בשל רכישת קרקעות במחירים נמוכים ביחס למתחרים ובשל חיסכון בעלויות הנובע מהיכולות הקבלניות של החברה (יצוין כי שיעורי הרווחיות בדוחות ליום 30.09.2016 כוללים הפחתות בהיקף של כ-10 מיליון ש"ח בגין הקרקעות במזרח אירופה וללא הפחתות אלו שיעור הרווח הגולמי ממכירת דירות עומד על כ-19%). בשקלול נתוני החברה לגבי צבר הפרויקטים בביצוע ובתכנון, שיעור הרווח הגולמי ממכירת דירות צפוי לעמוד על טווח של 25%-20% בשנים הקרובות, זאת לצד גידול בהיקף הרווח ושמירה על רווחיות תפעולית גבוהה; בצמיחה בהיקף הפעילות וקצב מכירות יח"ד, אף על פי שהחברה לא נוהגת לבצע מכירות משמעותיות בטרם התחלת הבנייה. כך למשל, בשנים 2014, 2015 והמחצית הראשונה של שנת 2016, היקף הדירות שנמכרו (חוזי מכר ולא מסירות) עמד על כ-625,508 וכ-340 יח"ד בהתאמה; בניזילות ומסגרות חתומות לא מנוצלות בהיקף משמעותי ביחס לעומס הפירעונות, בייחוד בהתחשב בתזרים המשמעותי הצפוי מהפעילות השוטפת; בגידול מסוים בהיקף מצבת הנכסים המניבים, בייחוד לאור חוזי שכירות חתומים למועד דוח דירוג זה, כך שה-NOI לפי חוזים חתומים כיום לרבות נכס שבנייתו נסתיימה באשדוד ו-50% ממרכז מסחרי בכפר סבא צפוי לעמוד על כ-16-15 מיליון ש"ח לשנה החל משנת 2017 לעומת כ-4 מיליון ש"ח בשנת 2015. בנוסף, החברה מצויה בתהליכי בנייה של מתחם סינמה סיטי בבאר שבע (66.7%).

מנגד, הדירוג לוקח בחשבון את הגדלת החשיפה לשינויים בענף הייזום למגורים (ככל שיהיו), זאת לאור התחלת בנייתם של פרויקטים בהיקף משמעותי בתקופה האחרונה, כאשר לחברה מלאי משמעותי בביצוע שטרם נמכר. אף על פי כן, קצב המכירות בתקופה

האחרונה והיקף המכירות ביחס לשיעור ההשלמה הינם סבירים; הדירוג משקלל חשיפה למצב שוק הנדל"ן ברומניה וצ'כיה, בעקבות השקעה ברכישת מספר קרקעות במדינות אלו, הרשומות בספרי החברה בשווי של כ- 123 מיליון ₪ (שווי נטו מחוב של כ-84 מיליון ₪); בנוסף, נלקחת בחשבון השפעתו הניכרת של בעל השליטה, מר יגאל דמרי, על התפתחות החברה באופן שנוצרת תלות בכישוריו וניסיונו.

לצורך מימוש האופק החיובי, מידרוג תבחן את המגמות ביחסי האיתנות (לרבות השווי ההוגן של הנדל"ן להשקעה ונדל"ן להשקעה בהקמה לעומת ערכם בספרים), את ההתקדמות בתהליכים שהוצגו למידרוג, לרבות מימוש נכסים, המשך שיפור במינוף והיקף הכרה בהכנסה וכן את המגמות בענף.

תרחיש הבסיס של מידרוג לוקח בחשבון קבלת תזרימים מהפרויקטים בביצוע תוך התחשבות בתרחישי רגישות להיקף ומועד קבלת התזרים לעומת תחזיות החברה, בייחוד בפרויקטים כגון ממילא בירושלים ובנוסף בפרויקטים שמועד מסירתם צפוי לקראת סוף שנה, ולפיכך עשויים להימסר בשנה העוקבת. כמו כן, תרחיש הבסיס מתחשב בהשלמת רכישת קרקעות בהתאם לחוזים שנחתמו בעבר באשקלון ובבאר שבע וכן בהיקף רכישות נוסף בהיקף של כ-150-100 מיליון ₪ בשנה הקרובה. לאור כל האמור, הדירוג מניח כי יחסי המינוף של החברה יעמדו על יחס חוב נטו ל-CAP נטו של 62% כולל שערך הנדל"ן להשקעה לשווי הוגן בהתאם לנתונים והערכות שנתקבלו מהחברה וכן כי צפויה מגמת שיפור כך שהיחסים צפויים לעמוד על קרוב לכ-60% בטווח הבינוני (ללא עודף שווי שקיים בחלק מהקרקעות של החברה בהתאם לנתונים שנתקבלו). יצוין כי הדירוג לוקח בחשבון גם את הנתונים שהתקבלו לגבי קרקעות נוספות, בהן קיים עודף שווי משמעותי ביחס לדוחות הכספיים. בהתחשב בתוספת הנ"ל, מינוף החברה הינו נמוך יותר. השינוי בחוב העתידי מתייחס לכך שחלק ניכר מעלויות הבנייה בפרויקטים של יזום למגורים ימומנו ממקדמות מרוכשי דירות כפי שהן ממומנות כיום. מנגד, בפרויקטים לבניית נכסים מניבים, הבנייה צפויה להביא לגידול במינוף (ככל שהחברה לא תממש באופן מלא/חלקי את הפרויקטים). תרחיש הבסיס מתחשב בגידול מסוים של עלויות הנה"כ ושיווק ככל שהיקף הפעילות של החברה ימשיך לגדול. יחסי הכיסוי של החברה צפויים להציג תנודתיות מסוימת אם כי היקף ה-FFO והחזר ההון העצמי שהושקע בפרויקטים צפוי להיות משמעותי לאורך זמן, כאשר שנת 2017 צפויה להיות שנה המאופיינת בתזרים משמעותי יותר מאשר שנת 2016, ככל שלא ימומשו קרקעות עד לסיום שנת 2016. מידרוג גם התחשבה בתרחישי רגישות שונים לחלק מהפרויקטים לרבות הפרויקטים במזרח אירופה.

יצוין כי בתקופה האחרונה הממשלה ממשיכה לפעול בתהליכים שונים לצורך עצירת עליית מחירי הדירות והגדלת ההיצע של דירות חדשות. תהליכים אלו כוללים, בין היתר, המשך שיווק קרקעות במתכונת של "מחיר למשתכן" ובמידה פחותה גם בתחום הדירוג להשכרה, העלאת מס הרכישה לרוכשי דירות להשקעה, הסכמי "גג" עם עיריות ומועצות מקומיות לצורך הגדלת התחלות הבנייה וכדומה. פרויקטים בתחום המחיר למשתכן עלולים להיות איום על תזרים החברות הפועלות בענף, הן בשל תחרות מחירים בפרויקטים הממוקמים בסמיכות לפרויקטים בתחום המחיר למשתכן והן בגין הרווחיות הנמוכה יחסית המאפיינת קרקעות שנרכשות על ידי יזמים ביעוד של מחיר למשתכן (יצוין כי לחברה קרקע אחת המיועדת למכירה במחיר מטרה בראש העין אשר להערכתה צפויה להפיק שיעורי רווחיות גבוהים יחסית ואין לה קרקעות בתחום המחיר למשתכן). אף על פי כן, טרם ניתן לבחון כיצד הרפורמות ישפיעו על הענף בהמשך ובשלב זה טרם נראו השפעות מהותיות על קצב המכירות ורמת המחירים בפרויקטים של החברה. לאור כל האמור, להערכת מידרוג, עד להטמעת שינויים בענף, הנובעים מהגדלת היצע יח"ד או מקיטון בביקוש ארוך הטווח ליח"ד, לרבות העלאה משמעותית של הריבית, בשלב זה לא חל שינוי במגמות בענף.

מידרוג מציינת כי הפחתת היקף השיווק של קרקעות מנהל למכירה במחירי השוק (לא במסגרת תוכניות כגון מחיר למשתכן) מביאה ללחץ כלפי מעלה על מחירי הקרקעות הפרטיות ועלולה לפגוע ביכולתן של חברות בענף לשמור על היקפי הפעילות הנוכחיים. כמו כן, מגבלות של המערכת הבנקאית על מתן מימון לתחום הנדל"ן משפיעות על יכולת רכישת ומימון פרויקטים. מכיוון שהחברה מחזיקה בבעלותה היקף קרקעות משמעותי מאוד ביחס לשוק ונגישות למקורות מימון טובה לרבות לחוב אג"ח, חשיפת החברה למגמות אלו הינה נמוכה ביחס לחברות קטנות יותר הפועלות בענף.

י.ח. דמרי בנייה ופיתוח בע"מ - נתונים עיקריים

31/12/2013	31/12/2014	30/09/2015	31/12/2015	30/09/2016	אלפי ₪
523,527	870,712	858,780	1,006,417	535,152	הכנסות
146,095	271,948	173,583	198,263	93,475	רווח נולטי
29.5%	26.3%	20.2%	19.7%	17.4%	% רווח נולטי ססכירת דירות
106,532	231,520	136,095	149,762	57,036	EBITDA
20%	27%	16%	15%	11%	EBITDA %
52,988	146,690	84,135	85,524	20,746	רווח נקי
1,247,777	1,366,344	1,382,987	1,417,450	1,396,610	חוב פיננסי
22,611	14,684	32,295	58,352	34,969	יתרת נזילות
1,225,166	1,351,660	1,350,692	1,359,098	1,361,641	חוב פיננסי נטו
1,786,190	2,043,428	2,111,196	2,195,878	2,166,390	CAP
1,763,579	2,028,744	2,078,901	2,137,526	2,131,421	CAP נטו
538,413	677,084	728,209	778,428	769,780	הון עצמי וזכויות מיעוט
849,559	745,369	470,642	580,741	659,029	מקדמות מוכשי דירות
1,959,609	2,267,780	2,329,015	2,435,713	2,392,665	סך מאזן בניכי מקדמות סלקוחות
69.9%	66.9%	65.5%	64.6%	64.5%	חוב פיננסי / CAP
69.5%	66.6%	65.0%	63.6%	63.9%	חוב פיננסי נטו / CAP נטו
27.5%	29.9%	31.3%	32.0%	32.2%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן בניכי מקדמות
-8,685	165,675	63,456	56,129	3,081	FFO
שלילי	6.2		25.3		חוב פיננסי ל-FFO
שלילי	6.1		24.2		חוב פיננסי נטו ל-FFO

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

פרופיל עסקי בולט לטובה בשל היקף ופיזור יח"ד בביצוע לאורך זמן, שיעורי רווחיות גבוהים וקצב מכירות סביר; בהתאם לצפי מידרוג בדירוג הקודם, חל גידול בתזרים הפרמננטי ובהון העצמי לאור הצמיחה בהיקף המסירות

נכון למועד דוח דירוג זה, היקף יח"ד בבנייה עמד על כ- 2,200 יח"ד (חלק חברה וללא רומניה) בפרויקטים בנתניה, מודיעין, באר שבע, אשדוד, אשקלון בני עיש, חריש, נתיבות, אופקים, שדרות, ראש העין וירושלים. היקף זה מהווה צמיחה לעומת ההיקף במועד הדירוג הקודם (כ- 1,300 יח"ד). היקף יח"ד שנמכרו גם כן עלה במקביל לעליית היקף יח"ד בביצוע. לאור האמור, החברה צפויה להכיר בהכנסה גבוהה בשנת 2017 בייחוד ביחס לשנת 2016 עד כה. בהמשך לכך, מתוך הפרויקטים בבנייה נכון ליום 10.08.2016 נמכרו כ- 90% וכ- 72% מהדירות הצפויות להימסר במחצית השנייה של שנת 2016 ובשנת 2017, בהתאמה. בנוסף לאמור, לחברה כ- 70 יח"ד שנמכרו בפרויקטים שבנייתם נסתיימה וכ- 30 יח"ד לא מכורות בפרויקטים שבנייתם הסתיימה גם כן. בהתאם לאמור, החברה צפויה להמשיך ולייצר תזרים משמעותי לשירות החוב, אם כי להערכת מידרוג, שנת 2016 תציג ירידה בהיקף המסירות של דירות ביחס לשנים 2014-2015. יצוין, כי החברה נוהגת לממש קרקעות מופעם לפעם, באופן אשר תורם לתזרים ולרווחיות. כך לדוגמה, החברה השלימה השנה מימוש של קרקע ביוקנעם וצפויה להשלים מימוש של שליש מפרויקט סינמה סיטי באר שבע.

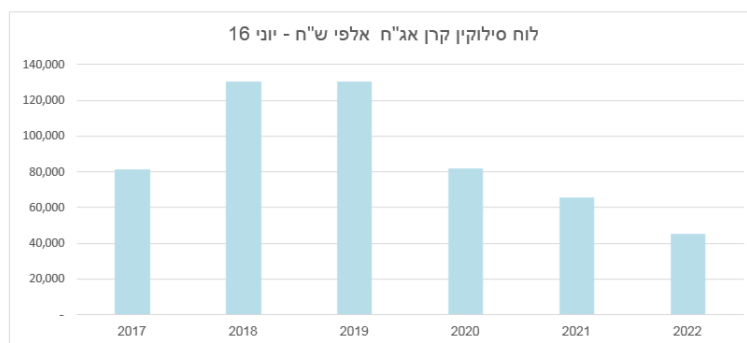
הרווחיות הגולמית ממכירת דירות, לאורך השנים האחרונות, בולטת לחיוב ביחס לענף ועומדת על 20%-30% במומוצע (בשנת 2015 ובשלושת הרבעים הראשונים של שנת 2016 השיעור היה נמוך יותר, בין היתר, בשל תמהיל הדירות שנמסרו). הרווחיות הגבוהה נובעת מעליית מחירי הדירות בישראל, אך גם מהיעילות התפעולית הטובה, היות והחברה משמשת גם כקבלן מבצע לפרויקטים שלה. לאור הגידול בהיקפי הפעילות ביחס לרכיב קבוע יחסית של חלק מהוצאות התקורה, הרווחיות התפעולית והיקף הרווח מצויים במגמת שיפור. מידרוג מציינת לחיוב כי בנוסף לרכישת קרקעות לטווח ארוך והשבחתן, החברה הפיקה רווחיות סבירה של כ- 15%-19% מרכישת חטיבות קרקע קטנות יותר, הזמינות לבנייה, באופן המייצר תשואה מהירה על ההון. להערכת מידרוג, ללא ירידת מחירים בענף, החברה צפויה להמשיך ולשמור על רווחיות גולמית של 20%-25% בטווח הקצר-בינוני.

עתודות קרקע נרחבות מצמצמות את התלות ברכישת קרקעות במחירי שיא ומסייעות לשמור על היקף הפעילות הנוכחי לאורך זמן

לחברה עתודות קרקע נרחבות, המאפשרות לה לשמור על היקף הפעילות הנוכחי לאורך זמן ומקטינות את התלות ברכישת קרקעות במחירי השוק הנוכחיים. במונחי חלק חברה, עתודות הקרקע כוללות מעל 500 יח"ד שבנייתן צפויה להתחיל בתקופה הקרובה, כ- 3,200 יח"ד עם תב"ע קיימת ומעל 3,200 יח"ד אשר מצויות בהליכי תכנון שונים. בנוסף, לחברה עתודות קרקע לשטחי מסחר, משרדים ודיור מוגן אשר חלקן מצויות בבנייה, על חלקן תיתכן התחלת בנייה בייעוד הקיים ועל חלקן החברה תנסה לפעול לשינוי הייעוד לבנייה למגורים. היקף קרקעות זה בולט לחיוב ביחס לחברות הפועלות בענף, זאת גם מכיוון שחלק מהקרקעות נרכשו במחירים נמוכים ממחירי השוק הנוכחי. הצבר משפר את יכולתה של החברה להמשיך ולהציג היקף ושיעור רווחיות גבוהים גם בעתיד. יצוין, כי החברה מקדמת גם מספר פרויקטים בתחום הפינוי-בינוי בהיקפים ניכרים, אך בשל אופיים של פרויקטים אלו, בשלב זה מידרוג אינה מתחשבת בהם במסגרת שיקולי הדירוג למעט פרויקטים המצויים בהליכי תכנון מתקדמים יחסית כגון פרויקט בגבעתיים (50%), באשדוד ובפתח תקווה (50%). פעילות החברה ממשיכה להתמקד בליבת הפעילות של החברה - דירות בטווח מחירים של 1,500-800 אלפי ש"ח (כאשר ישנם פרויקטים בירושלים, אשדוד, נתניה וכדומה המאופיינים ברמות מחירים גבוהות יותר), כאשר למעלה ממחצית מיח"ד בבעלות החברה (כולל פרויקטים בביצוע ועתודות) ממוקמות בדרום הארץ.

נזילות ומסגרות אשראי חתומות לא מנוצלות בהיקף משמעותי ביחס ללוח הסילוקין; בשל איכות והיקף מקורות התזרים הכוללים רווח והחזר הון עצמי בגין הפרויקטים בביצוע והפרויקטים שהסתיימו, לחברה מקורות טובים לשירות החוב

נכון ליום 30.09.2016, לחברה יתרת נזילות של כ- 35 מיליון ש"ח בלבד (בנטרול מזומנים מוגבלים בחשבונות ליווי בנקאי בהיקף של כ- 91 מיליון ש"ח). בנוסף, לחברה מסגרות אשראי לא מנוצלות בהיקף משמעותי. פירעונות קרן האג"ח עומדות על כ- 83 מיליון ש"ח בשנת 2017, כ- 131 מיליון ש"ח לשנה בשנים 2018-2019 וסכומים נמוכים יותר בשנים 2020-2022 כאשר לא נותרו פירעונות קרן נוספים בשנת 2016. בנוסף, הלוואות בנקאיות והלוואות ליווי בנייה צפויות להיפרע בהתאם לקצב המקדמות מהרוכשים ולעיתים ממימוש הקרקעות עצמן. החברה מתכוונת לשרת את התחייבויותיה, בין היתר, מיתרת הנזילות, ממסגרות האשראי הלא מנוצלות ומפעילותה השוטפת, אשר כאמור צפויה לייצר תזרים משמעותי כבר בטווח הקצר, כמו גם מכירת קרקעות אפשרית (ראו לעיל). בנוסף, לחברה גמישות פיננסית מסוימת בשל הנכסים הלא משועבדים. אולם, מכיוון שמרבית נכסים אלו הינם קרקעות, מידרוג רואה בהם כמייצגים גמישות פיננסית פחותה.



חשיפת החברה לשוק הנדל"ן ברומניה וצ'כיה

לחברה מספר קרקעות ברומניה וצ'כיה, בשווי כולל בספרים של כ- 123 מיליון ש"ח, כאשר נכגד נכסים אלו ישנן הלוואות בסך של כ- 39 מיליון ש"ח. אולם, לאור אי הוודאות לגבי רמת הביקושים השוררת במדינות הנ"ל ולאור התאוששות האיטית מהמשבר הפיננסי הגלובלי, מידרוג התחשבה בתרחיש של ירידת ערך בגין מלאי המקרקעין הנ"ל וזאת בנוסף לירידת שווי בדוחות הכספיים של כ- 12 מיליון ש"ח בשנת 2015 ובשנת 2016 עד כה. אף על פי כן, יצוין כי להערכת החברה, מכיוון שחלק מהקרקעות בבעלותה מיועדות לבניית דירות במיצוב זול יחסית, ולאור התעוררות מסוימת שהיא מזהה בביקוש לדירות אלו, היא מצויה בשלב סיום בנייה של בניין אחד מתוך

הפרויקטים הנ"ל ונערכת לקראת תחילת השיווק בפרויקט. החברה צופה כי בשל המחיר הנמוך של הקרקע ועלויות הבנייה הנמוכות יחסית, הפרויקט צפוי להפיק רווח בשיעור של כ- 17%.

אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור ביחסי האיתנות לצד המשיך גידול בהיקף ההון העצמי בהתאם לתחזיות החברה
- שמירה על היקף ופיזור הפעילות וכן גידול בהיקף התזרים הפרמננטי

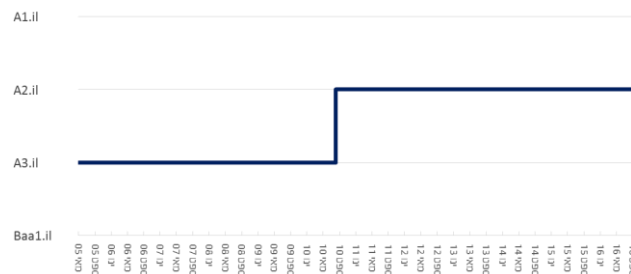
גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- האטה ניכרת ומתמשכת במכירת דירות ו/או ירידה במחירי הנדל"ן באזורים בהם פועלת החברה
- אי עמידה בתחזיות לשיפור, לאורך זמן, ברמות המינוף וחלוקת דיבידנדים בסכומים מהותיים אשר יפגעו באיתנות הפיננסית
- עליה בסיכון העסקי, עקב מדיניות השקעות לא שמרנית, לרבות רכישות שאינן בתחומי הליבה של החברה

אודות החברה

חברת י.ח דמרי בניה ופיתוח בע"מ פועלת בעיקר בתחום הייזום, פיתוח, תכנון, הקמה ושיווק של יחידות דיור בארץ. החברה התאגדה כחברה פרטית בשנת 1989 ובחודש מאי 2004 הונפקו מניותיה למסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב. החברה נמצאת בשליטה מר יגאל דמרי, באמצעות חברות שבאחזקתו.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[י.ח דמרי בניה ופיתוח בע"מ - פעולת דירוג - יוני 2016](#)

[דירוג חברות נדל"ן יזום למגורים - פברואר 2016](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

24/11/2016	תאריך דוח הדירוג:
23/06/2016	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
26/05/2005	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
י.ח דמרי בניה ופיתוח בע"מ	שם יזום הדירוג:
י.ח דמרי בניה ופיתוח 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").

למידרוג יש זכויות יוצרים במסמך זה, לרבות בפסקה זו, והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל, לתרגם או להציג מסמך זה למטרה כלשהי, מסחרית או אחרת, ללא הסכמת מידרוג מראש ובכתב.

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

דירוגי מידרוג ו/או פרסומיה הנם בגדר חוות דעת סובייקטיביות, הנכונים למועד פרסומם (וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו) ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, ביחס להתחייבויות אשראי, לחובות ו/או למכשירים פיננסיים דמויי חוב. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכויי אשראי, וכן חוות דעת נלוות ששימשו אותה בתהליך הדירוג. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן הערכות יחסיות של סיכויי אשראי ו/או של ישויות ו/או מכשירים פיננסיים בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. יובהר כי הבחירה בסימול כמשקף סיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה החוזיות הפיננסיות למועד פירעון, וכן כל הפסד כספי משוער 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.

כמו כן, הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה כלשהי למשקיע מסוים או המלצה להשקעה מכל סוג שהוא בהסתמך על הדירוג. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט על ידה ובדירוגים וכל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע את כל הבדיקות המתאימות והנדרשות בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך, על מנת להעריך בעצמו את הכדאיות של כל השקעה בכל מכשיר פיננסי שהינו שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. על כל משקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכה להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו ועל ידי כל משקיע, ובהתאם לכך, כל משתמש במידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או פרסומיה ו/או באמור במסמך זה וכל משקיע חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות ההשקעה מטעמו לגבי כל משקיע, ערב, אגרת חוב או מכשיר פיננסי אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. "משקיע" - משקיע במכשיר פיננסי שנקבע לגבי דירוג או במכשיר פיננסי של תאגיד מדורג.

כל המידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או פרסומיה, ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמינים, ובין השאר על ידי הישות המדורגת, מידרוג איננה אחראית לנכונותו והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת בכל האמצעים הסבירים להבנתה כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה אמינים, לרבות תוך הסתמכות על מידע שהינה מקבלת מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וכאשר הדבר מתאים, אולם מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע.

9 סקירות כלליות אשר מפורסמות על ידי מידרוג אינן מיועדות לשמש לשם הערכה של השקעה כלשהי, אלא לשם העברת ידע כללי ו/או נתונים המצויים בחזקת מידרוג, במגבלות האמור לעיל לגבי המידע ששימש בהכנתן. אין באמור בסקירות אלה כדי להוות חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בסקירה כללית ולשנות את עמדתה לגבי האמור בה בכל עת. אין לראות, להתייחס או להסתמך על האמור בסקירה כללית כאל חוות דעת או ייעוץ מכל סוג שהוא. סקירה כללית איננה מהווה חלק מהמתודולוגיה המקצועית של מידרוג, היא משקפת את דעתו האישית של כותב המסמך ואיננה משקפת בהכרח את דעתה של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה 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, לרבות בשל אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; או (ב) כל הפסד או נזק הנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג אשראי מסוים שהונפק על ידה של מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או מי מטעמה של מידרוג, בין אם היתה מודעת ובין אם לאו, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מצהירה בזאת, שרוב המנפיקים של המכשירים הפיננסיים המדורגים על ידה או שבקשר עם הנפקתם נערך הדירוג, התחייבו לשלם למידרוג עבור הדירוג, טרם ביצוע הדירוג. מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס Moody's (להלן: "מודי'ס"), המחזיקה ב-51% ממניות מידרוג. יחד עם זאת, תהליכי הדירוג של מידרוג הינם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית בשיקול דעתה ובהחלטותיה. דירוג שמידרוג הנפיקה 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>. כמו כן, ניתן לפנות לאתר לשם קבלת מידע נוסף על נהלי מידרוג ו/או על עבודת ועדת הדירוג שלה.