



דרבן השקעות בע"מ

מעקב | אפריל 2016

1

אנשי קשר:

אורן שרייבר, אנליסט בכיר - מעריך דירוג ראשי
orans@midroog.co.il

רן גולדשטיין, סמנכ"ל (ראש תחום נדל"ן)
rang@midroog.co.il

דרבן השקעות בע"מ

אופק דירוג: יציב	A2.il	דירוג סדרות (Issue)
------------------	-------	---------------------

מידרוג מודיעה על אישור דירוג A2.il ושינוי אופק הדירוג משלילי ליציב לסדרות האג"ח ד' ו-ח' שבמחזור של חברת דרבן השקעות בע"מ (להלן: "דרבן" או "החברה").

להלן אגרות החוב המדורגות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	תאריך פירעון סופי
ד'	4110094	A2.il	יציב	06/07/2021
ח'	4110151	A2.il	יציב	01/12/2016

הדירוג נתמך, בין היתר, באיכות נכסי החברה, הפיזור הנכסי והגיאוגרפי של החברה. בשנים האחרונות החברה מיישמת אסטרטגיה למיקוד הפעילות בישראל וכ-84% מפעילות החברה נובעת מנכסים בישראל, נכון למצב הנוכחי של החברה, לאחר השלמת מספר עסקאות למכירת נכסים בחו"ל. הפיזור הנכסי של החברה הינו טוב, כאשר כ-17 נכסים מהווים כ-60% מסך ה-NOI של החברה (הנכס המהותי של החברה ממוקם בישראל, יקום, ומהווה כ-13% מה-NOI של החברה); מיציבות התזרים הנובע מנכסים אלו ומהיציבות העתידית הצפויה, לאור שמירה על שיעורי תפוסה טובים לאורך זמן, סביב ה-88%. יחד עם זאת, החברה נדרשת להשכיר שטחים בנכס המרכזי, לאור פינוי שטחים על ידי אחד השוכרים והרחבת הנכס בשטח נוסף להשכרה; בהיקף FFO ויחסי כיסוי הנגזרים ממנו טובים, כאשר ה-FFO צפוי לנוע סביב 70-80 מ' ש בשנים הקרובות (וכ-60-70 מ' ש בתרחיש מימוש חלק החברה בהחזקת הנכס ביקום). יחסי הכיסוי צפויים לנוע סביב 20-25 שנים ביחס לחוב החברה נטו, יחסי כיסוי מהירים וטובים ביחס לרמת הדירוג; ביחסי האיתנות של החברה, אשר הינם טובים ביחס לרמת הדירוג ונעים סביב 50%-55% חוב ל-CAP. יש לציין כי יחסים אלו עתידים להישמר יציבים, אך חשופים במידה מסוימת להמשך שחיקת פעילות החברות הבנות מירלנד וסוויטלנד ולשחיקת מטבעות מסוימת ביחס להחזקות החברה בנכסים בחו"ל. יחד עם זאת, חשיפות אלו מתמנות מידה מסוימת לאור צמצום הפעילות בחו"ל ומחיקת מרבית ההשקעה בחברות הבנות; בלוח סילוקין נוח יחסית ביחס ליתרות הנזילות, התזרים והגמישות הפיננסית של החברה בנוסף לנגישותה של החברה לשוק ההון, כאשר בשנים הקרובות צפויה החברה לפרוע כ-207 מ' ש ב-2016 וכ-115 מ' ש בשנים שלאחר מכן עד שנת 2021;

ייצוב אופק הדירוג נתמך, בין היתר, בקיטון בחשיפת החברה התזרימית לצורך במימון פעילותה של חברת האם "כלכלית ירושלים בע"מ" (להלן: "חברת האם"), אשר על פי הערכות החברה וחברת האם, התמיכה התזרימית בדרך של חלוקת דיבידנדים והעמדת קו אשראי לחברת האם הצטמצמה באופן משמעותי, וזאת ניתן לראות על פי תחזיות התזרים של החברות. החשיפה התמתנה בעיקר לאור היקפי גיוס ההון המשמעותיים שבוצעו על ידי חברת האם במהלך הרבעון האחרון ב-2015 והרבעון הראשון ב-2016; בחשיפה למחיקות הון בקשר עם החזקות החברה בחברות בעלות פעילות בחו"ל, בדגש על חברת "סוויטלנד" (כאשר לגבי חברת "מירלנד", חשבון ההשקעה נמחק ולדברי החברה, לא קיימת עילה להמשך מחיקות הון לאור אופי ההחזקה וחשיפת החברה לנשיאת התחייבויותיה מעבר לנכסיה הקיימים), על פי הערכת מידרוג, במסגרת תרחישי רגישות שנבחנו, חשיפת החברה התמתנה לאור היקף המחיקות עד כה וגורמים ממתנים אחרים בפעילות החברה, בהם צמצום פעילות החברה בחו"ל והקטנת החשיפה לשינוי מטבעות, גידול בתזרים המזומנים מפעילויות המימוש והקטנת חשיפת החברה לצרכי שירות תזרים בחברות הכלולות "מירלנד" ו"סוויטלנד", לאור הסדר החוב בתהליך בחברת "מירלנד"



ולאור שיפור המצב הפיננסי של חברת האם, שמקטין את חשיפת החברה לממן פעילויות ולא חובות החברות הללו שלא לפי חלקה בהחזקה.

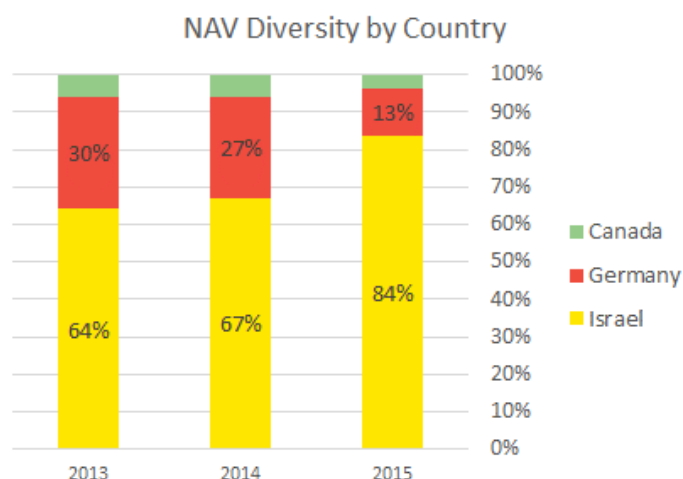
תרחיש הבסיס של מידרוג לוקח בחשבון שמירה על שיעורי התפוסה הממוצעים של החברה בשנים האחרונות יחד עם אפשרות מסוימת להגדלת שיעורי התפוסה הנוכחיים בנכס המרכזי של החברה ותחת הנחת תרחישי רגישות של סטיות לא מהותיות מהממוצע לאור תהליכי החלפת שוכרים שמתבצעים באופן שוטף. נלקח בחשבון גם תרחיש של מכירת הנכס המרכזי של החברה ביקום שמשפיע על קיטון ב-NOI ובתשלומי הריבית מצד אחד, אך מקטין גם את היקף ההלוואות של החברה ומגדיל את יתרות הנזילות של החברה באופן משמעותי. מבחינת סך חובות החברה, מידרוג לוקחת בחשבון מחזור חובות באופן שוטף, בדגש על הלוואות שלהן מרכיב "בולט", וכתוצאה מכך, תשלומי הריבית נשמרים דומים לאלו של החברה כיום, יחסי הכיסוי של החברה צפויים להישמר ברמה דומה של כ-25-20 שנים והיקף ה-FFO יכול לנוע מכ-60 מ' ש' ועד כ-80 מ' ש', תלוי במימוש הנכס המרכזי של החברה, מימושי נכסים נוספים והצלחת השכרת השטחים הפנויים, בשנים הקרובות. היקף ה-FFO גם עתיד להשתפר ביחס למצב כיום לאור המשך השקעת החברה בהשבת הנכסים הקיימים ופיתוח נכסים נוספים, אשר נלקחו בחשבון בתרחישי הרגישות של החברה. כמו כן, תרחיש הבסיס לוקח בחשבון יחסי איתנות ושיעורי מינוף דומים ביחס למצב כיום לאור מספר גורמים אשר הינם בעלי השפעות מנוגדות, כדוגמת מכירת הנכס ביקום בהפסד צפוי, במידה ותבוצע, חלוקת דיבידנדים ומנגד רווחים שוטפים. יש להוסיף כי מבחינת מינוף החברה והתזרים שלה, אנו בוחנים גם בתרחישי הרגישות אופציית מימוש ערבויות לפירעון חובות חברות כלולות בהתאם לחלק החברה בהחזקות בחברות אלו (בדגש על ערבויות החברה לחובות חברת "סויטלנד"). יש לציין כי מידרוג רואה אף ירידת תלות מסוימת של החברה בבעלי השליטה לאור השלמת גיוסי ההון של חברת "כלכלית ירושלים" ולראייה קיטון הדיבידנדים הצפויים לחלוקה על ידי החברה לבעלי השליטה.

3

יש לציין כי החברה נבחנת על בסיס גישת איחוד יחסי לחברות כלולות המוצגות לפי גישת השווי המאזני ועל כן, היחסים שיתוארו במסגרת הדוח לוקחים בחשבון הנחה זו. מכאן, אזכור של איחוד יחסי ולא איחוד יחסי לחברות כלולות וכדומה, מתייחס להגדרה בתחילת פסקה זו. חשוב להדגיש כי טבלת הנתונים בסוף הדוח מציגה את נתוני החברה על בסיס הדוחות הכספיים המאוחדים של החברה.

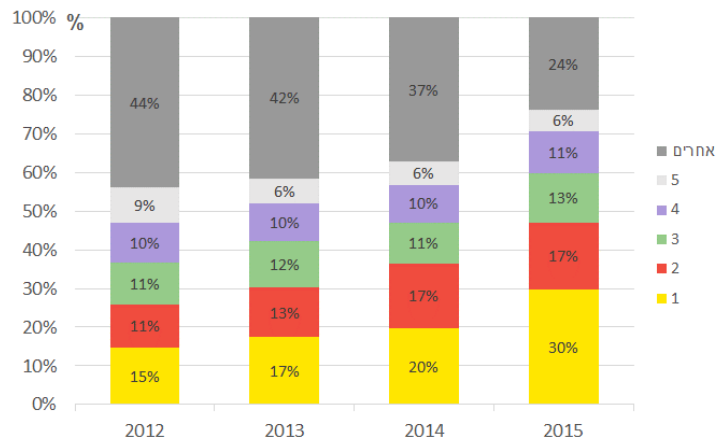
נכסים איכותיים בפיזור גיאוגרפי במדינות בעלות יציבות כלכלית, במקביל להקטנת הפיזור ומיקוד הפעילות בישראל

נכון ל-31 בדצמבר, 2015, החברה מחזיקה בנדל"ן להשקעה בשווי נכסי, נטו, של כ-1.9 מיליארד ₪ (לפי שערי חליפין לסוף שנה ובהתחשב בחלק היחסי של החברה בנכסים המוחזקים על ידי חברות כלולות). נכסים אלו פזורים על פני 3 מדינות פעילות: ישראל, קנדה וגרמניה, מדינות בהן התמקדה פעילות החברה בשנים האחרונות. על פי תכניות החברה, ההחזקות במדינות קנדה וגרמניה נמצאות בהליכי מימוש (חלקם מתקדמים, כאשר ישנן מספר עסקאות הושלמו וטרם קיבלו ביטוי), באופן שמקטין את שיעור חשיפת החברה לפעילות במדינות אלו. להערכת מידרוג, לאור ההחזקות הקטנות במדינות אלו, יחד עם ניהול הפעילות מישראל, חשף את החברה והגדיל את הסיכון ועל כן, צמצום החזקות אלו הינו חיובי ליכולת הניהול והשליטה של החברה על נכסיה. כפי שניתן לראות בגרף להלן, שיעור החשיפה של החברה למדינות אלו נמצא במגמת ירידה ואף קטן עוד יותר, בהתחשב בעסקאות שהושלמו לאחר תאריך המאזן.



שיעור התפוסה הממוצע של נכסי החברה עומד על כ-86% ובאופן היסטורי נשמר סביב 88%. יש לציין כי בישראל מרבית הנכסים נמצאים בשיעורי תפוסה ממוצעים גבוהים יותר ונעים סביב 90%. הירידה המסיימת בשיעורי התפוסה בשנה האחרונה נובעים בעיקר מהגדלת השטחים להשכרה בנכס ביקום יחד עם עזיבה של שוכר את חלק מהשטח שהושכר והנכס עומד על כ-74% תפוסה ביחס לכ-98%-99% בשנים האחרונות. יש לציין כי החברה במספר מו"מ להשכרת השטחים האמורים. הפיזור הנכסי של החברה הינו סביר ביחס לרמת הדירוג, כאשר קיימת חשיפה מסוימת ל"מקבץ" המרכזי של החברה, בדגש על פעולות מימוש הנכסים הנוכחיות, שתורם כ-30% לסך ה-NOI של החברה. יחד עם זאת, הפיזור הנכסי של החברה טוב יותר, כאשר החברה בוחנת את הפיזור בהסתמך על "מקבץ" נכסים בהתאם להסכמי המימון על נכסים אלו ולאוי ביחס להחזקות נכסים אלו תחת חברות בנות שונות, ועל כן התרשים מטה מתאר את הפיזור ביחס ל"מקבצים" אלו. ניתן לראות כי 3 ה"מקבצים" המרכזיים של החברה תורמים כ-60% מה-NOI של החברה ב-2015 (אך מקבצים אלו כוללים כ-17 נכסים, מתוכם המהותי הינו הנכס ביקום, המהווה כ-13% מסך ה-NOI של החברה לבדו).

פיזור נכסי (מקבץ נכסים) ביחס לתרומה ל-NOI השנתי של 5 הנכסים המהותיים של החברה



יחסי כיסוי הולמים לרמת הדירוג, בעלי יציבות שמקורה, בין היתר, באיכות הנכסים, השוכרים וניסיון יכולת הניהול של החברה; תזרים המזומנים שהחברה צפויה לייצר בשנים הקרובות כולל הקטנת שירות דיבידנד לבעלי המניות וכולל עסקאות שנחתמו במהלך סוף 2015 ותחילת 2016 למכירת נכסים שטרם התקבל התזרים מהן

יחסי הכיסוי של החברה, אשר נובעים מתזרים מפעילות שוטפת, בבחינת איחוד יחסי לחברות המוחזקות על בסיס גישה השווי המאזני, הינם הולמים ואף טובים לקבוצת הדירוג. היקף ה-FFO החזוי של החברה לאחר השלמת העסקאות למכירת נכסים וחיידוש חוזים בנכסים קיימים, צפוי לעמוד על בין 70-80 מ' ש בשנים הקרובות (ובהתחשב במימוש אופציית המכר על חלק החברה לקיבוץ יקום על הנכס "יורו פארק", יעמוד היקף ה-FFO על כ-70-60 מ' ש). היקף ה-FFO זה הינו גבוה וצפוי להישמר יציב. יחד עם זאת, לחברה ישנם אתגרים מסוימים בשמירה על השוכרים הקיימים לאור מח"מ חוזים קצר יחסית שנוע בין 2-3 שנים. יש לציין כי, לאור שיעורי התפוסה היציבים והטובים של החברה בשנים האחרונות, חשיפה לעדכון החוזים ויציבות התזרים בהתאם מתמתנת בצורה מסוימת. היקף ה-FFO האמור מייצר יחסי כיסוי מהירים וטובים ביחס לקבוצת הדירוג, הנעים סביב 20-25 שנים (גם בעת מימוש הנכס ביקום, כאמור לעיל), ביחס לחוב החברה נטו. כמו כן, לחברה תזרים מזומנים יציב וגבוה, הנשען, מלבד על התזרים השוטף מהפעילות, גם על מימושי נכסים, בדגש על נכסים בחו"ל, כחלק מאסטרטגיית החברה. התזרים לשנת 2016 כולל, למשל, תזרים נוסף ממימוש נכסים (עסקאות שמרביתן נחתמו לקראת סוף 2015 ותחילת 2016) בהיקף פנוי של כ-160 מ' ש (יחד עם עסקאות נוספות בתכנון בהיקף תזרים פנוי של כ-70 מ' ש נוספים). תזרים החברה הינו גבוה ויציב, ולהערכת מידרוג, תומך ביכולתה לשרת את חובותיה ואת פעילותה השוטפת באופן מיטבי.

יחסי איתנות הינם בולטים לטובה לרמת הדירוג; יחד עם זאת, קיימת חשיפה של החברה למשך הידרדרות החזקות בחברות בנות (מירלנד וסויטלנד) וחשיפה מטבעית להחזקות נכסים בחו"ל (החזקות הנמצאות במימוש) שיכולות לפגוע במידה מסוימת ביחסים אלו

החברה בעלת הון עצמי בהיקף של כ-1.2 מיליארד ש, נכון לסוף דצמבר, 2015, אשר משקף יחס הון למאזן של כ-34% יחד עם חוב ל-CAP של כ-52% (על פי גישת האיחוד היחסי של חברות כלולות, יחסים אלו מסתכמים לכ-32% וכ-55%, בהתאמה - תחשיב המבוסס על נתונים שהתקבלו מהחברה).

יחסים אלו הולמים את רמת הדירוג הן מבחינת היקף ההון העצמי ביחס ליתרת האג"ח, שמסתכמת לכ-800 מ' ש לסוף

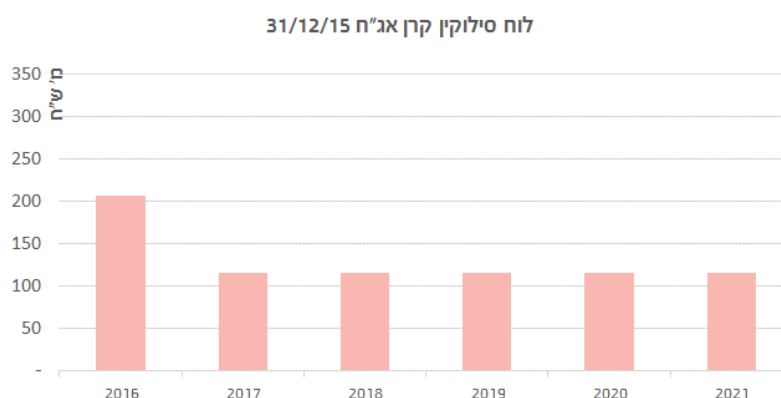
דצמבר, 2015. כמו כן, יש לציין כי ההון העצמי האמור הינו לאחר שחיקה משמעותית בגין החזקות החברה בחברות מירלנד וסויטלנד, ששוויין נשחק משמעותית בשנים האחרונות, ברמה שהחזקות בהן אופסו מבחינת החברה ואף סווגו כהתחייבות בספרים. בנוסף, החברה חשופה במידה מסוימת, אשר הולכת וקטנה (ראו הגרף בתחילת הדוח לגבי פיזור פעילות החברה מבחינה גיאוגרפית) לפעילות במט"ח, שבמידה ותהיה שחיקת שערי חליפין נוספת, יכולה להשפיע לשלילה על יחסי האיתנות של החברה.

יחסים אלו צפויים להישמר ברמה יחסית יציבה, וזאת במידה וההחזקות בחברות מירלנד וסויטלנד לא יישחקו באופן משמעותי נוסף (כאשר לגבי חברת "מירלנד", חשבון ההשקעה נמחק ולדברי החברה, לא קיימת עילה להמשך מחיקות הון לאור אופי ההחזקה וחשיפת החברה לנשיאת התחייבויותיה מעבר לנכסיה הקיימים). כמו כן, במידה ותושלם מכירת חלק החברה בחברת הנכס המחזיקה בנכס ביקום לשותף, עשוי להיווצר לחברה הפסד המשקף כ-10% מהשווי של חברת הנכס, לפי תנאי ההסכם עם השותף הכוללים אופציה לרכישת החלק של דרבן בהנחה של 10% מהשווי. מנגד, ההון העצמי אמור להיתמך ברווחיות שוטפת של הנכסים בישראל, יחד עם תכניות חלוקת הדיבידנד של החברה לבעלים, שצמצמו ביחס לשנים האחרונות, וזאת לאור גיוסי ההון המשמעותיים שהושלמו על ידי בעלת השליטה בחברה, חברת כלכלית ירושלים בע"מ. להערכת מידרוג, היחסים הקיימים והעתידיים צפויים להלום את רמת הדירוג הנוכחית.

לחברה יתרות נזילות גבוהות מצד אחד ומנגד גמישות פיננסית נמוכה, הנגזרת ממספר מעוט ובשווי נמוך של נכסים לא משועבדים ומנכסים משועבדים בשיעורי מינוף נמוכים יחסית. יש לציין כי לחברה פריסת לוח סילוקין נוחה

יתרות הנזילות של החברה מסתכמות לכ-280 מ' ש' נכון לסוף דצמבר, 2015. יתרות אלו צפויות אף לגדול לאור השלמת עסקאות צפויות שנחתמו לאחר תאריך המאזן ותזרים נוסף שהתקבל במהלך הרבעון הראשון בגין עסקאות שהושלמו במהלך שנת 2015. כמו כן, לחברה גמישות מסוימת הנובעת ממספר נכסים לא משועבדים המסתכמים לשווי של כ-100 מ' ש', הניתנים לשעבוד, במידת הצורך (אך עם שיעור שעבוד נמוך יחסית להערכת מידרוג, לאור טיב הנכסים ומיקומם). מקור גמישות נוסף הינו בנכסים המשועבדים בשיעור LTV נמוך באופן יחסי, המסתכם לכ-38% בגין נכסים בישראל בשווי מוערך של כ-2.6 מיליארד ש', שלהערכת מידרוג ניתנים לשעבוד יחד עם הגדלת שיעור המינוף, במידת הצורך. לוח הסילוקין של החברה הינו נוח ביחס לתזרים המיוצר מפעילות שוטפת, יתרות הנזילות הנוכחיות ומקורות התזרים הנוספים שצוינו במסגרת דוח זה. ניתן לראות בתרשים מטה כי החברה נדרשת לפרוע כ-207 מ' ש' בשנת 2016 קרן אג"ח ובשנים שלאחר מכן נדרשת החברה לפרוע בשנה כ-115 מ' ש'. להערכת מידרוג, מידת הנזילות והגמישות של החברה הינה סבירה והולמת את רמת הדירוג.

לוח סילוקין קרן אג"ח של החברה לתאריך 31/12/2015



נתונים פיננסיים עיקריים על בסיס הדוחות הכספיים המאוחדים של החברה

31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	מטבע: אלפי ש"ח
292,780	267,519	288,642	256,924	הכנסות
199,226	175,675	192,951	180,466	רווח גולמי
64,944	228,173	188,978	70,134	רווח תפעולי
(35,243)	57,241	42,968	(47,567)	רווח נקי
115,537	154,521	270,469	349,857	נזילות
2,122,479	1,935,256	2,130,075	1,717,034	חוב פיננסי (בנטחל פקדונות משועבדים)
2,006,942	1,780,735	1,859,606	1,367,177	חוב פיננסי נטו (בנטחל פקדונות משועבדים)
1,373,101	1,394,364	1,356,010	1,202,938	הון עצמי וזכויות מיעוט
3,819,042	3,675,194	3,863,799	3,317,424	CAP (בנטחל פקדונות משועבדים)
3,703,505	3,520,673	3,593,330	2,967,567	CAP נטו (בנטחל פקדונות משועבדים)
3,923,083	3,867,180	4,058,618	3,530,181	סך מאזן בנטחל פיקדונות משועבדים
55.6%	52.7%	55.1%	51.8%	חוב ל-CAP (בנטחל פקדונות משועבדים)
54.2%	50.6%	51.8%	46.1%	חוב נטו ל-CAP נטו
35.0%	36.1%	33.4%	34.1%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן חשבונאי בנטחל פיקדון משועבד
131,439	80,069	20,102	56,836	FFO
16.1	24.2	106.0	30.2	חוב פיננסי (בנטחל פקדונות משועבדים) ל- FFO
15.3	22.2	92.5	24.1	חוב פיננסי נטו (בנטחל פקדונות משועבדים) ל- FFO
169,136	209,903	150,224	97,869	EBITDA בנטחל שיערכים וכולל חלק החברה בחושי \ הפסדי כלולות
(98,235)	(105,820)	(81,330)	(67,415)	הוצאות מימון, נטו
1.7	2.0	1.8	1.5	הוצאות מימון, נטו ל-EBITDA בנטחל שיערכים

אופק הדירוג

גורמים העשויים לשפר את הדירוג ואת אופק הדירוג

- שיפור בגמישות החברה, המבוססת על מסגרות אשראי ונכסים לא משועבדים
- קיטון של החשיפה לאירועים הקשורים ל"קבוצת מבני" העלולים להשפיע לשלילה על פעילות החברה
- שמירה על יחסים פיננסיים שיתאמו את רמת הדירוג, בדגש על יחסי כיסוי יחסי איתנות, לאורך זמן

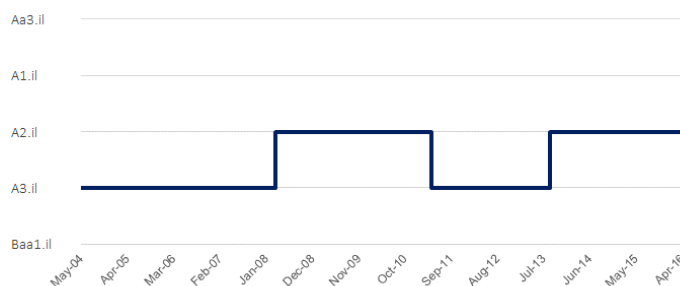
גורמים העלולים לפגוע בדירוג או באופק הדירוג

- פגיעה בשיעורי התפוסה והתדרדרות מצבת הנכסים המניבים
- חלוקת דיבידנד והלוואות חלף דיבידנד בהיקף משמעותי
- ביצוע השקעות שאינן תואמות את פרופיל הסיכון של החברה או הכוללות מרכיב יזמי משמעותי
- שחיקה ביחסים הפיננסיים באופן משמעותי

אודות החברה

דרבן הינה חברת נדל"ן הפועלת, במישרין ובאמצעות חברות בנות, בייזום, רכישה והקמת מבנים להשכרה, לתעשייה, מלאכה, משרדים, היי-טק ומסחר ברחבי הארץ וכן בהשקעה בנכסי נדל"ן מניבים בקנדה, גרמניה, רוסיה (בה פועלת החברה באמצעות חברת Mirland Development Ltd המוחזקת בהיקף של כ-15.2% ממניותיה) ובמדינות חבר העמים (בה פועלת החברה באמצעות חברת Svitland, המוחזקת בהיקף של כ-16% ממניותיה). שטח המבנים להשכרה בארץ ובחו"ל, כולל חלק החברה בחברות כלולות (ללא חלק החברה במירלנד וסויטלנד) עמד, נכון ליום 31/12/2015, על כ-599 אלף מ"ר, מתוכם כ-303 אלף מ"ר בישראל. שיעור התפוסה בנכסי החברה עומד על כ-86% (תפוסה משוקללת לפי שווי הוגן של הנכסים).

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים:

[דרבן השקעות בע"מ - דוח פעולת דירוג - אפריל 2015](#)

[דירוג חברות נדל"ן מניב - פברואר 2016.](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי:

26/04/2016	תאריך דוח הדירוג:
27/04/2015	תאריך דוח קודם:
18/05/2004	תאריך מתן דירוג ראשוני:
דרבן השקעות בע"מ	שם יוזם הדירוג:
דרבן השקעות 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 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").

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

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג וליסיכונים 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 סיכונים 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 סיכונים 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 צריכים 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 בפרסומיה ו/או באמור במסמך זה וכל משקיע חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות ההשקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מכשיר פיננסי אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. "משקיע" - משקיע במכשיר פיננסי שנקבע לגביו דירוג או במכשיר פיננסי של תאגיד מדורג.

כל המידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה, 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.

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



מידרוג

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: www.midroog.co.il. כמו כן, ניתן לפנות לאתר לשם קבלת מידע נוסף על נהלי מידרוג ו/או על עבודת ועדת הדירוג שלה.