

# שיכון ובינוי נדל"ן בע"מ

מעקב | יולי 2020

## אנשי קשר:

אופיר זלינגר, רו"ח  
אנליסט בכיר, מעריך דירוג ראשי  
[Ophir.zelinger@midroog.co.il](mailto:Ophir.zelinger@midroog.co.il)

רן גולדשטיין, סמנכ"ל  
ראש תחום נדל"ן  
[Rang@midroog.co.il](mailto:Rang@midroog.co.il)

---

## שיכון ובינוי נדל"ן בע"מ

אופק דירוג: יציב	A1.il	דירוג מנפיק
------------------	-------	-------------

מידרוג מותירה על כנו את דירוג המנפיק A1.il של חברת שיכון ובינוי נדל"ן בע"מ (להלן: "החברה"). אופק הדירוג יציב.

### שיקולים עיקריים לדירוג

- שיכון ובינוי נדל"ן בע"מ היא אחת מחברות הייזום למגורים הוותיקות והגדולות בישראל. החברה בעלת ותק וניסיון רב שנים לצד פעילות בהיקפים גדולים, התורמים למיצובה כאחת מהחברות הגדולות בענף בישראל, עם היקף פעילות רחב, המתבטא בכ-1,450 יח"ד בביצוע ליום 31.12.2019 (חלק חברה כ-1,350 יח"ד), היקף הכנסות שנתיות מייזום למגורים של כ-1.0 מיליארד ₪ בממוצע, יחד עם צבר קרקעות משמעותי ביותר בשווי מאזני של כ-1 מיליארד ₪ (על בסיס עלות היסטורית), התורמים לפרופיל העסקי של החברה.
- יחסי איתנות התורמים לפרופיל הפיננסי של החברה. לחברה היקף הון אשר בולט לחיוב לרמת הדירוג (לאחר התאמת עודפי שווי בגין נדל"ן להשקעה<sup>1</sup>). יחס חוב נטו ל-CAP נטו ליום 31.12.2019 (לאחר התאמה) עומד על כ-46% וצפוי לעלות לשיעור של 54-58% אך עדיין לבלוט לחיוב לרמת הדירוג. נוסף על עודפי השווי בגין נכסי הנדל"ן להשקעה, לחברה צבר קרקעות היסטוריות בשווי גבוה באופן משמעותי מעלותן בספרים, המגלם פוטנציאל לשיפור משמעותי ביחסי המינוף ביחס לאמור ובתרומה לשיעורי רווחיות גבוהים.
- פעילות הולכת וגדלה בתחום הנכסים המניבים (לרבות עסקאות BOT), אשר בשנת 2019 סיפקה למעלה מ-30% מהרווח הגולמי, מחזקת את הפרופיל העסקי של החברה וממתנת את התנודתיות הכרוכה בפעילות הייזום של החברה.
- החברה מציגה שיעורי רווחיות הולמים לרמת הדירוג, עם שיעור רווח גולמי של כ-25% בפרויקטים בהקמה שטרם אוכלסו ליום 31.12.2019, ו-35% בפרויקטים שבנייתם הושלמה אך מכירתם טרם הושלמה. יצוין, כי יחס זה נשחק בין היתר בשל שיעור רווחיות מתון בפרויקט "אור ים" באור עקיבא, בו נמכרו 511 יח"ד (מתוך 546) במכירה מוקדמת בחודש 02-2019. בנטרול פרויקט זה שיעור הרווח הגולמי עומד על כ-30%.
- לחברה צבר משמעותי של נכסים לא משועבדים, ביניהם גם נכסים מניבים, יכולת החברה לממש נכסים או לקבל מימון כנגדם מקנה לחברה גמישות פיננסית. בנוסף, לחברה יתרות נזילות ומסגרות אשראי פנויות (שאינן לפרויקטים) בהיקף מספק לשירות החוב הלא-מובטח לזמן ארוך.
- פעילות החברה בענף הייזום למגורים בישראל, ובפרט חשיפתה להאטה בענף בשנים האחרונות, משפיעה לשלילה על הדירוג. כך, מספר חוזי המכר שנחתמו ירד בשנים האחרונות ובמרבית הפרויקטים בהקמה שיעור המכירות נמוך משיעור הביצוע. מנגד, בשנת 2019 בעקבות מבצע מכירות לעמיתיה חבר, הציגה החברה גידול משמעותי בהיקף המכירות. כך בשנת 2019 נחתמו חוזי מכר ל-929 יח"ד (862 יח"ד חלק חברה) בהשוואה ל-386 חוזי מכר (חלק חברה - 321) בשנת 2018, ו-73 חוזי מכר (חלק חברה - 67) בלבד ברבעון הראשון של 2020.

**תרחיש הבסיס של מידרוג מניח**, בין היתר, השקעות בפרויקטים חדשים, נכסים מניבים ורכישת קרקעות בהתאם להערכות שנתקבלו מהחברה. לאור שינוי אסטרטגי עליו הכריזה החברה האם (שיכון ובינוי בע"מ), תרחיש הבסיס מניח גידול משמעותי בהיקף החוב, כאשר חלק משמעותי מהחוב מיועד לגידול ביתרת המזומנים הפנויים, ומנגד מימוש קרקעות בהיקף נמוך משמעותית משנים קודמות. מידרוג מניחה כי היקף ה-NOI מנכסים מניבים (לרבות עסקאות BOT) של החברה יתרחב במהלך השנים הקרובות עם השלמת

<sup>1</sup> החברה מציגה נדל"ן להשקעה בדוחות הכספיים בעלות מופחתת. עודפי השווי הינם הפרש שבין השווי ההוגן כפי שמוצג ע"י החברה בביאורים לדוחות הכספיים לבין העלות המופחתת.

הקמתם של מספר נכסים מניבים. מידרוג בחנה רגישות להיקפי ההכנסות ממניבים, ולמועדי האכלוס של נכסים חדשים (לרבות השפעות מגיפת הקורונה בטווח הזמן הקצר והבינוני) ולהערכת מידרוג היקף ההכנסות ממניבים יסתכם בכ-140-120 מיליון ש"ח לשנה בשנים 2020-2022.

במגזר הייזום למגורים מידרוג מניחה הפעלות פרויקטים בהיקף של כ-800-1,000 יח"ד לשנה בשנים 2020-2022. מידרוג בחנה תרחישי רגישות לרווחיות הפרויקטים בביצוע ופרויקטים עתידיים, לקצב הביצוע ולקצב המכירות של הפרויקטים. כמו כן, תרחיש הבסיס כולל תרחישי רגישות להוצאות הנו"כ, מימון ומסים מעבר להערכות החברה, וחלוקת דיבידנדים של עד 200 מיליון ש"ח בשנה, בהתאם להערכת מידרוג.

השפעות מגיפת הקורונה על מגזרי הפעילות של החברה

- פגיעה בשיווק דירות חדשות בחודשים 03-05/2020, בין היתר עקב מגבלות הסגר שהוטלו.
- פגיעה לא מהותית בקצב הביצוע של פרויקטים קיימים, עקב מחסור זמני בכ"א ובחמ"ג בקרב ספקי החברה השונים.
- חשיפה מתונה לפגיעה בהכנסות מפרויקטים מניבים, כאשר מרבית ההכנסות נובעות מפרויקט BOT והשכרה למגורים, ואילו ההכנסות מנכסים מסחריים מהוות כ-40% מסך ההכנסות ממניבים, וחלקן נובע ממסחר שכונתי ומרכזים פתוחים.

בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, יחס חוב ל-CAP צפוי להסתכם בטווח הקצר-בינוני בכ-54%-58% ולהלום את רמת הדירוג, יחס זה כולל, התאמת עודפי שווי בגין נדל"ן להשקעה המוצג בדוחות הכספיים בעלות מופחתת. יצוין, כי יחס זה אינו כולל התאמת עודפי שווי בגין נכסים המסווגים כמלאי בדוחות הכספיים, בהם צבר קרקעות היסטוריות בהיקף משמעותי ביותר. הכללת עודפי שווי אלה תביא ליחסי מינוף טובים יותר אשר יבלטו לחיוב לרמת הדירוג.

יצוין, כי מידרוג מניחה חידוש מסגרות האשראי הפנויות ושמירה על היקף מספק של יתרות נזילות ולא מסגרות פנויות ביחס לחוב הלא-מובטח לז"א של החברה בכל רגע נתון. אי-שמירה על היקפים מספקים של נזילות ו/או מסגרות אשראי פנויות עשויה לפגוע בדירוג החברה.

**אופק הדירוג**

אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו, כי החברה תשמור על יציבות תזרימית מפרויקטים ומנכסיה המניבים, לרבות עסקאות BOT, וכן תשמור על היקף מספק של יתרות נזילות ולאזן מסגרות אשראי פנויות (שאינן לפרויקטים) ביחס לחוב הלא-מובטח לז"א.

**גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:**

- גידול פרמננטי משמעותי בפעילות המניבה של החברה, תוך שמירה על יחסים פיננסיים הולמים לדירוג
- גידול בהיקפי מכירת דירות ושיפור בקצב השיווק של הפרויקטים בהקמה

**גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:**

- אי-שמירה על היקף מספק של יתרות נזילות ולאזן מסגרות אשראי פנויות ביחס לחוב הלא-מובטח לז"א של החברה
- פגיעה משמעותית ברווחיות החברה ולאזן ביחסי האיתנות
- חלוקת דיבידנדים בהיקפים שיפגעו באיתנות הפיננסית של החברה

**שיכון ובינוי נדל"ן בע"מ - נתונים עיקריים**

31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	
3,837	4,041	4,378	5,028	סך מאזן בניכוי מקדמות מלקוחות - מתואם
1,240	1,555	1,745	2,275	הון עצמי מתואם
1,279	1,383	987	1,152	סה"כ הכנסות (מיליוני ש"ח)
24%	28%	32%	25%	שיעור רווח גולמי
58%	52%	53%	46%	חוב ל-CAP
32%	38%	40%	45%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן בניכוי מקדמות
11	8	12	16	חוב ל-FFO מותאם
7	6	8	10	חוב ל-EBITDA

\* החברה מיישמת את תקן IFRS 15 החל משנת 2017.

\*\* החל משנת 2018, החברה מסווגת תזרימים מעסקאות BOT בדוחות הכספיים תחת תזרימי מפעילות השקעה, חלף פעילות שוטפת. ה-FFO לשנת 2018 ואילך מותאם בתוספת הרווח הנקי ממעונות הסטודנטים.

\*\*\* הנתונים המאזניים המוצגים כוללים התאמות בגין עודפי שווי נדל"ן להשקעה, המוצג בספרי החברה בעלות מופחתת.

## פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

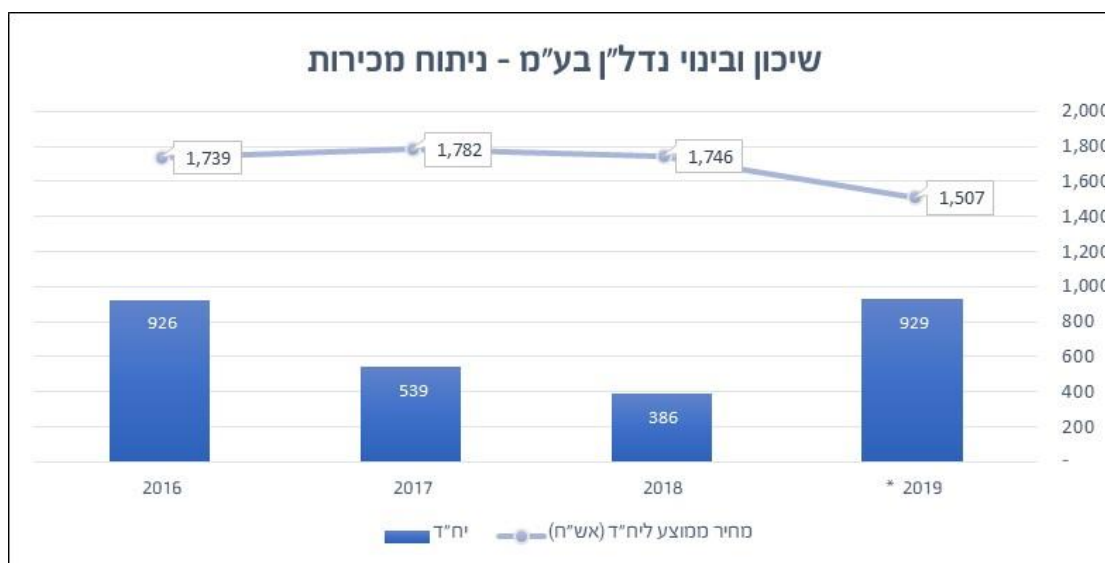
### היקף פעילות רחב וצבר קרקעות משמעותי, יחד עם מוניטין החברה וניסיונה הרב בתחום הייזום למגורים בישראל, תורמים לפרופיל העסקי שלה. מנגד, חשיפת החברה להאטה בענף משפיעה לשלילה על הדירוג

לחברה פעילות רבת שנים וניסיון רב בתחום הייזום למגורים בישראל, והיא ממוצבת כאחת מחברות הייזום הגדולות בישראל. נכון ליום 31.12.2019, לחברה כ-1,450 יח"ד בביצוע בפיזור רחב בכ-10 ערים שונות (כ-16 פרויקטים שונים), ו-1,000-800 יח"ד נוספות שלהערכת מידרוג החברה צפויה להפעיל במהלך 2020-2022. בנוסף, לחברה צבר קרקעות היסטוריות בהיקף משמעותי המאפשר לה לפעול ללא תלות ברכישת קרקעות חדשות. מיצוב החברה, היקף הפעילות וצבר הקרקעות תורמים לפרופיל העסקי של החברה.

עם זאת, פעילות החברה בענף הייזום למגורים בישראל, ובפרט חשיפתה להאטה בענף בשנים האחרונות, משפיעה לשלילה על הדירוג. חשיפה זו מתבטאת, בין היתר, בשחיקה בקצב המכירות של החברה. כך, משנת 2015 ועד שנת 2018 חלה ירידה עקבית במספר חוזי המכר שנחתמו (ר' תרשים 1 להלן). שחיקה זו משליכה לשלילה על יציבות הפעילות של החברה, ומשפיעה, בין היתר, גם על יחסי הכיסוי והמינוף של החברה.

בחודש פברואר 2019 מכרה החברה 511 יח"ד (מתוך 546 יח"ד) בפרויקט "אור ים" באור עקיבא, במסגרת מכירה לעמית "חבר" ולקהל הרחב, אולם בנטרול מבצע המכירות, היקף המכירות בשנת 2019 היה דומה לשנת 2018. בחודשים 03-05/2020, בין היתר עקב מגבלות הסגר שהוטל עקב התפרצות הקורונה, חלה עצירה בשיווק הדירות. מנגד, בהתאם לנמסר מהחברה, היקף המכירות בחודש 06/2020 היה גבוה משמעותית.

#### תרשים 1: ניתוח מכירות



בנוסף, הפעילות המניבה של החברה תורמת ליציבות הפעילות וממתנת את החשיפה למגמות שליליות בענף הייזום למגורים. יצוין, כי החברה מצויה בתהליך הרחבה של הפעילות המניבה (לרבות עסקאות BOT), כאשר היא צפויה להשלים הקמה של מספר נכסים מניבים בשנים 2020-2022, וכן להערכת מידרוג צפויה להשקיע בפרויקטים נוספים במהלך שנים אלה. הרחבת הפעילות המניבה צפויה לתרום לפרופיל העסקי של החברה. חשיפת החברה לפגיעה במגזר של המניבים עקב התפרצות הקורונה מתונה יחסית, מאחר וכ-40% מהכנסות המגזר מקורן בפרויקטי BOT ונכסים להשכרה למגורים, כאשר נכסים מניבים למסחר, התורמים אף הם כ-40% מהכנסות המגזר, כוללים, בין היתר, מסחר שכונתי ומרכזי מסחר פתוחים.

## **לחברה יחסי איתנות הולמים לרמת הדירוג, ואף בולטים לחיוב לאור שווי כלכלי הגלום בנכסים שאינו מתבטא בדוחות הכספיים, בהם צבר קרקעות היסטוריות בהיקף רחב**

ליום 31.12.2019, לחברה היקף הון עצמי של 1.7 מיליארד ₪, ולאחר התאמת עודפי שווי בגין נדל"ן להשקעה (בניכוי מס נדחה), היקף ההון העצמי, מסתכם ל- 2.3 מיליארד ₪. יחס חוב נטו ל-CAP נטו מותאם לאותו מועד מסתכם בכ-46%. בהתחשב בהיקפי ההשקעות המתוכנן במניבים, ועל-פי תרחיש הבסיס, מידרוג צופה כי שיעור המינוף יעלה לטווח של כ-58%-54%, יחס הולם לרמת הדירוג. יצוין, כי לחברה נכסים בעלי שווי כלכלי גבוה משמעותית ביחס לעלותם ההיסטורית, בהם צבר קרקעות היסטוריות בהיקף רחב ביותר. שווי זה אינו מתבטא בדוחות הכספיים של החברה ומגלם פוטנציאל לשיפור משמעותי ביחסי האיתנות ביחס לאמור.

## **היקף הכנסות גבוה הבולט לחיוב לרמת הדירוג, ושיעורי הרווחיות של החברה ההולמים את רמת הדירוג, גם לאחר שחיקה ביחס לשנים קודמות**

החברה מכירה בהכנסות ממכירת דירות בהתאם להתקדמות הפרויקטים בהקמה, כאשר היקף ההכנסות השנתי הממוצע עומד על כ- 970 מיליוני ₪. היקף זה בולט לחיוב לרמת הדירוג.

שיעור הרווח הגולמי הצפוי מפרויקטים בביצוע ליום 31.12.2019 עומד על כ-25%, שיעור רווחיות הולם את רמת הדירוג. שיעור הרווחיות נשחק ביחס לשנים קודמות, בין היתר לאור שיעור רווחיות נמוך יחסית בפרויקט "אור ים" באור עקיבא אשר שוק במבצע לעמיתיה חבר ולציבור הרחב והציג מכירות מוקדמות בשיעור של 94% (מנגד, השיווק המוקדם תורם להקטנת סיכוני שיווק ותזרים המזומנים).

יחס הכיסוי EBIT להוצאות מימון נשחק מעט לאורך השנים, בין היתר בשל הגידול בהיקף הנכסים המניבים והחוב הנגזר מהם. שיעור ה-EBIT להוצאות מימון הממוצע צפוי לנוע בטווח 3.0-2.4, יחס חלש אשר אינו הולם את רמת הדירוג.

## **מדיניות פיננסית מאוזנת בין בעלי המניות לבעלי החוב, וניהול סיכונים שמרני לאורך השנים תורמים לפרופיל העסקי של החברה**

לחברה נכסים לא משועבדים (ללא רכוש קבוע, פרויקטים בביצוע ופרויקטים בתכנון) בהיקף משמעותי ביחס לחוב הלא-מובטח לז"א, התורמים לפרופיל העסקי של החברה. צבר הקרקעות הנרחב שברובו אינו נושא חוב מאפשר לחברה חופש במימון פרויקטים חדשים לאורך השנים, ופעילות ייזום על קרקעות היסטוריות ללא צרכי אשראי משמעותיים. ההיקף המשמעותי של הנכסים שאינם משועבדים (אשר שווים המאזני נסמך ברובו על בסיס עלות הסטורית) מקנים לחברה גמישות פיננסית יוצאת דופן.

במהלך השנים 2018-2019 החברה לא חילקה דיבידנדים, אולם בשנים קודמות חולקו דיבידנדים בהיקפים משמעותיים (260 מיליון ₪ ב-2017, 130 מיליון ₪ ב-2016, 430 מיליון ₪ ב-2015). כיום אין לחברה מדיניות דיבידנד סדורה, מנגד אין לחץ תזרימי מצד בעלי השליטה, על-כן מידרוג מעריכה כי קיימת אפשרות לחלוקות דיבידנדים בהיקפים של עד 200 מיליון ₪ בשנים הקרובות.

## **חילופי נושאי משרה במהלך השנה האחרונה וטרם נסתיימו מחייבים בחינת השינויים בניהול לאורך זמן. שדרת ניהול רחבה, בעיקר בדרגי הביניים, ממתנת את הסיכון עקב חילופי הנהלה**

במהלך שנת 2019 מנכ"ל החברה וסמנכ"ל הכספים סיימו את תפקידם, כאשר מנכ"ל קבוצת שיכון ובינוי מונה גם למנכ"ל החברה, וסמנכ"ל כספים מונה מתוך צוות הניהול הקיים של הקבוצה. במהלך 06.2020 מנכ"ל החברה (והקבוצה) סיים אף הוא את כהונתו ולמועד דוח זה טרם מונה לחברה מנכ"ל קבוע.

מינוי סמנכ"ל כספים מתוך הקבוצה, לצד שדרת הניהול הרחבה של דרגי הביניים של החברה, איפשרו המשך הפעילות השוטפת כסדרה וממתנים את הסיכון שבחילופי הנהלה. ככל שימונה מנכ"ל לחברה, ובמידה והחברה תחליט על שינויים אסטרטגיים בפעילות, מידרוג תבחן את תוצאותיהם לאורך זמן.

## שיקולים נוספים לדירוג

דירוג החברה A1.il גבוה בדרגה אחת מהדירוג הנגזר ממטריצת הדירוג A2.il, וזאת בשל השיקולים הבאים:

לחברה צבר נכסים מניבים בהיקף של למעלה מ- 1.0 מיליארד ₪ במונחי עלות מופחתת בספרים, הצפוי לגדול בשנים הקרובות עם השלמתם והתייצבותם של נכסים בהקמה, והסבת יח"ד מיועדות למכירה לדירות להשכרה, ומספק תזרים יציב של הכנסות ותורם 30-35% מסך הרווח הגולמי של החברה. התזרים היציב והיקפו מצמצמים את התנודתיות שבמגזר הייזום למגורים ומשליכים לחיוב על הפרופיל העסקי.

לחברה צבר קרקעות המסווג כמלאי עסקי לזמן ארוך בשווי מאזני של כ- 1 מיליארד ₪. שווי זה מבוסס על העלות ההיסטורית של המלאי ואינו משקף את שוויין הכלכלי של הקרקעות (אשר בחלקן נרכשו לפני עשרות שנים) ובמקביל אינו משתקף ביחסים הפיננסיים של החברה ובהתאם במטריצת הדירוג.

צבר נכסים לא משועבדים בהיקף חריג המקנה לחברה גמישות יוצאת דופן ביכולתה לקבל מימון או לממש נכסים ללא פגיעה בהיקפי הפעילות השוטפים וכוללים, בין היתר, נדל"ן להשקעה המוצג בספרים בעלות מופחתת ומלאי עסקי בעלות היסטורית (אשר, כאמור לעיל, אינו משקף את שוויין הכלכלי של הקרקעות).

מנגד, החילופים שבוצעו בהנהלה הבכירה, כך שבמועד דוח זה לחברה טרם מונה מנכ"ל קבוע, לצד מגמה מתמשכת של היחלשות קצב המכירות, משליכים לשלילה על הפרופיל העסקי של החברה. ככל שיחול שינוי ניהולי, מידרוג תבחן את תוצאותיו לאורך זמן.

## מטריצת הדירוג

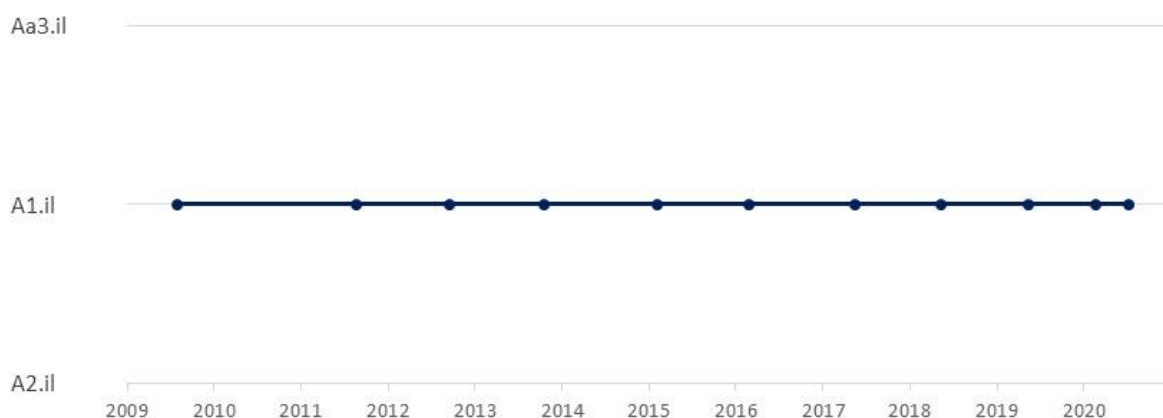
תחזית מידרוג		ליום 31.12.2019		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה [1]		
Baa.il	---	Baa.il	---	תחום פעילות וסביבה כלכלית	ענף פעילות
Aa.il	970	Aa.il	930	היקף הכנסות מפעילות ייזום (מיליוני ₪)	פרופיל עסקי
Aa.il	---	Aa.il	---	פרופיל עסקי	
A.il	24%	A.il	25%	רווח גלמי מפרוייקטים בביצוע	רווחיות
A.il	54-58%	Aa.il	48%	חוב ל- CAP	פרופיל פיננסי
Baa.il	2.4-3.0	A.il	4.0	EBIT / הוצאות מימון	
Aa.il	---	Aa.il	---	מדיניות פיננסית	
<b>A2.il</b>				<b>דירוג נגזר</b>	
<b>A1.il</b>				<b>דירוג בפועל</b>	

[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 שיכון ובינוי נדל"ן בע"מ (לשעבר "שיכון עובדים בע"מ"), הינה ה"זרוע היזמית" של קבוצת שיכון ובינוי בע"מ, המוחזקת בשיעור של כ- 47% על-ידי O S Israel Investment Company Ltd. לחברה ניסיון של עשרות שנים בתחום הייזום, כאשר עיקר פעילותה בייזום למגורים בישראל. בנוסף, לחברה ניסיון רב בייזום, שיווק וניהול נכסי מסחר, תעשייה, משרדים ועוד.

## היסטוריית דירוג



## דוחות קשורים

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

[התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידיים, מאי 2020](#)

[דירוג חברות נדל"ן יזום למגורים - דוח מתודולוגי, מאי 2020](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

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

## מידע כללי

29.07.2020	תאריך דוח הדירוג:
25.02.2020	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
03.08.2009	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
שיכון ובינוי נדל"ן בע"מ	שם יזום הדירוג:
שיכון ובינוי 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 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 קטגורית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגורית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגורית 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 ביעוץ 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>