



# נורסטאר החזקות אינק.

דו"ח מעקב - אוקטובר 2014

1

## מחבר:

אילון גרפונקל, עו"ד, רו"ח - ראש צוות

[eylong@midroog.co.il](mailto:eylong@midroog.co.il)

אנה אייזנברג - בן לולו, אנליסטית

[anna@midroog.co.il](mailto:anna@midroog.co.il)

## אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי -סמנכ"ל (ראש תחום נדל"ן)

[rang@midroog.co.il](mailto:rang@midroog.co.il)

## נורסטאר החזקות אינק.

| דירוג סדרה (Issue) | A1 | אופק דירוג: יציב |
|--------------------|----|------------------|
|--------------------|----|------------------|

מידרוג מאשרת מחדש דירוג A1 באופק דירוג יציב לסדרות האג"ח שבמחזור, אותן הנפיקה חברת נורסטאר החזקות אינק. (להלן: "נורסטאר" או "החברה").

להלן פירוט סדרות אג"ח המדורגות שבמחזור (נתוני סולו - אלפי ש"ח):

| סדרת אג"ח    | מספר ני"ע | מועד ההנפקה המקורית | ריבית שנתית נקובה (%) | תנאי הצמדה | יתרת האג"ח בספרים ליום 30.6.14 (אלפי ₪) | יתרת שנות פרעון האג"ח |
|--------------|-----------|---------------------|-----------------------|------------|-----------------------------------------|-----------------------|
| סדרה ה'      | 7230139   | אוג-99              | L+0.5%                | דולר       | 6,756                                   | 2014-2015             |
| סדרה ו'      | 7230279   | מאי-05              | 4.95%                 | מדד        | 353,468                                 | 2015-2016             |
| סדרה ח'      | 7230295   | יולי-07             | T+0.75%               | לא צמוד    | 403,309                                 | 2017-2019             |
| סדרה ט'      | 7230303   | אפר-10              | 4.70%                 | מדד        | 578,624                                 | 2014-2020             |
| סדרה י'      | 7230345   | מרץ-13              | 4.42%                 | מדד        | 696,445                                 | 2019-2022             |
| סדרה פרטית 1 | ל"ר פרטית | ינו-02              | 7.50%                 | דולר       | 2,534                                   | 2015-2016             |
| סדרה פרטית 2 | ל"ר פרטית | אוג-03              | 7.15%                 | דולר       | 12,504                                  | 2014                  |
| סדרה פרטית 3 | ל"ר פרטית | ספט-03              | 5.80%                 | מדד        | 3,404                                   | 2015-2017             |
| סה"כ         |           |                     |                       |            |                                         | 2,057,044             |

**הדירוג נסמך**, בין היתר, מהחזקת השליטה בגזית גלוב בע"מ (להלן: "גזית", "קבוצת גזית"), המדורגת Aa3 באופק יציב על ידי מידרוג. לקבוצת גזית פיזור נכסים משמעותי, הן בהיקפו (כ- 561 נכסים מניבים, בשטח להשכרה של כ-6.6 מיליון מ"ר, הרשומים לפי שווי הוגן של כ-75.5 מיליארד ₪, בהנחת איחוד של חברות בשליטה משותפת המוצגות בשווי מאזני והכללת מלוא שוויים של נכסים המנוהלים על ידי הקבוצה) והן בהיותו מפוזר על פני מספר רב של אזורים ברחבי העולם, כאשר מרבית הפעילות מתבצעת במדינות יציבות, המאופיינות בדירוג אשראי גבוה; שיפור בפעילות הליבה של גזית גלוב בנוסף לנזילות ולגמישות הפיננסית הגבוהה שלה, תורם לרמת הוודאות הגבוהה לקבלת דיבידנדים מגזית, באופן התומך ביכולת שירות החוב של החברה - זאת, למרות התמיכה שנדרשה ע"י גזית גלוב בפעילות דורי בנייה בע"מ; רמות מינוף סבירות ברמת הסולו המורחב (LTV של כ-39%) ושיפור ברמת המינוף המאוחד; גמישות פיננסית ונזילות בולטות לטובה ליום 30.06.14, בין היתר, בשל נזילות ומסגרות אשראי לא מנוצלות בהיקף של כ-1.2 מיליארד ₪ (ללא אחזקות במניות גזית גלוב ואורמת אך כולל אחזקה באג"ח סחיר של גזית גלוב בהיקף של כ-194 מיליון ₪) וכן אחזקה במניות סחירות לא משועבדות בהיקף משמעותי והכל - ביחס ללוח סילוקין, הפרוס בצורה נוחה ברמת הסולו המורחב והמאוחד; הניסיון הרב והיציבות המופגנת באסטרטגיה לפיתוח העסקי בקבוצה; מנגד, יחסי הכיסוי ברמת המאוחד הינם גבוהים ביחס לדירוג, אולם בהתחשב במאפייני הפעילות הסולידיים והיקף הפעילות הנרחב, יחסים אלו הינם סבירים לדירוג להערכת מידרוג. אף על פי כן, ברמת הסולו המורחב, יחס הכיסוי התפעולי, העומד על כ-1.7, הולם את הדירוג; דירוג החברה מושפע לשלילה משכבות החוב בקבוצה לעומת נכס הבסיס וכן היותה חברת החזקה בעלת נכס משמעותי יחיד.

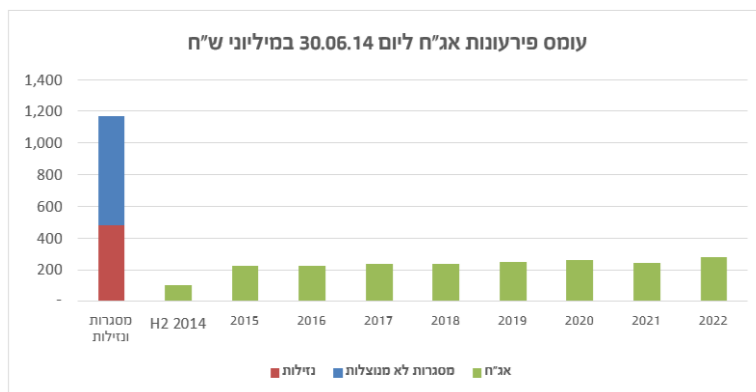
## המתודולוגיה לדירוג

המתודולוגיה ששימשה את מידרוג בדירוג האג"ח התבססה על המתודולוגיה של Moody's לדירוג חוב בעל נחיתות מבנית בחברת החזקות, המחזיקה שליטה בנכס בודד. נקודת המוצא לדירוג האג"ח של נורסטאר הינה דירוג חברת המטרה. קרי, האג"ח של גזית גלוב (Aa3 באופק יציב). הפער בין דירוג האג"ח של גזית גלוב לבין דירוג האג"ח של החברה מבטא הן את תוספת סיכון האשראי של נורסטאר, הנובעת מנידחות החוב ביחס לשירות החוב בגזית גלוב והן הפרופיל הפיננסי של החברה. זה האחרון נשען על יכולת שירות החוב ונזילות החברה, רמת המינוף וגמישותה הפיננסית.

## פירוט גורמי מפתח לדירוג

### נזילות וגמישות פיננסית בולטות לטובה לאורך זמן, הן ברמת הסולו והן ברמת המאוחד

נכון ליום 30.06.14, לחברה, ברמת הסולו המורחב, ישנה יתרת נזילות וקווי אשראי חתומים בלתי מנוצלים בהיקף של כ- 1.2 מיליארד ₪. מרבית קווי האשראי של החברה חתומים למספר שנים וכן כפופים לאמות מידה, המחושבות לפי יחס NAV בספרים ולא לפי שווי שוק האחזקות, באופן המקטין את רגישות החברה למצב השוק. בנוסף, בהתאם ליחס הביטחונות הנדרש ע"י הבנקים לצורך מסגרות האשראי, לחברה עודף בטחונות משמעותי, כך שביכולתה לשחרר מניות נוספות משעבוד בהיקף משמעותי. פירעון קרן האג"ח סולו ביתרת שנת 2014 עומד על כ-101 מיליון ₪, בשנת 2015 הפירעון סולו עומד על כ-226 מיליון ₪ והיקפים דומים בשנים 2016-2022. מעבר לגמישות הפיננסית הגבוהה ברמת הסולו, לקבוצה גמישות פיננסית ברמת המאוחד (כולל איחוד יחסי של חברת אטריום), הכוללת נדל"ן לא משועבד בהיקף של כ-44.4 מיליארד ₪, סכום הבולט לטובה ביחס לאג"ח (כולל איחוד יחסי של חברת אטריום), בהיקף של כ-27.3 מיליארד ₪ ברמת הקבוצה (ללא אג"ח להמרה). בנוסף, גם לגזית גלוב ולחברות התפעוליות בקבוצה מסגרות אשראי בולטות לטובה ביחס ללוח סילוקין הפרוס בצורה נוחה יחסית. לאור הנזילות והגמישות הפיננסית הגבוהה של החברה, הן ברמת הסולו המורחב והן ברמת המאוחד, לוח הסילוקין הפרוס בצורה נוחה יחסית ובשל איכות והיקף התזרים של הקבוצה, להערכת מידרוג, לחברה נזילות וגמישות פיננסית בולטות לטובה. להלן גרף לוח הסילוקין של האג"ח (סולו מורחב):



### **המשך שיפור ביחסי האיתנות אשר נותרו טובים לדירוג ברמת הסולו המורחב**

הדירוג נתמך גם ברמת המינוף הטובה של החברה ברמת הסולו המורחב, כפי שבאה לידי ביטוי ביחס הון עצמי לסך מאזן של כ-57% (סולו מורחב) וביחס חוב נטו ל-CAP נטו של כ-39% (יחסי האיתנות, לפי השווי הסחיר של האחזקות, הינו אף טוב יותר). יחסי האיתנות השתפרו בשנים האחרונות, בין היתר, בשל מימוש נטו של חלק מהחזקות החברה במניות גזית ואורמת לצד רווחים והנפקות הון. כך למשל, ברבעון השני של שנת 2014 מימשו בעלי מניות החברה אופציות למניות החברה בהיקף של כ-136 מיליון ₪.

### **ברמת המאוחד פיזור והיקף פעילות בולטים לטובה; מצבת נכסים איכותית מצויה בצמיחה אשר הפגינה יציבות בביקושים בשנים האחרונות וכן פרופיל עסקי ומיצוב גבוה לחברות התפעוליות בקבוצה, משפרים את פרופיל הסיכון**

קבוצת גזית גלובל מאופיינת בהיקף פעילות, פיזור, גמישות פיננסית ונזילות בולטים לטובה. בנוסף, החברות התפעוליות המרכזיות בקבוצה הפגינו שיפור משמעותי בשנים האחרונות, כפי שבא לידי ביטוי בדירוג הבינלאומי של מרביתן. האמור תורם משמעותית לנראות הדיבידנדים העתידיים מגזית גלובל, אשר נכון למועד דוח דירוג זה, עומדים על כ-316 מיליון ₪ (כ-160 מיליון ₪ חלק נורסטאר). לפירוט נוסף לגבי השינויים בפרופיל הסיכון של גזית, ראו דוח פעולת דירוג של גזית מחודש אוקטובר 2014<sup>1</sup>. יחד עם זאת, להערכת מידרוג, הנחיתות המבנית של חובות החברה לעומת חובות גזית גלובל וריכוזיות ההחזקה בגזית, המהווה למעשה את ההחזקה המשמעותית היחידה של החברה, משפיעות לשלילה על הדירוג.

<sup>1</sup> הדוח מפורסם באתר מידרוג [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

| 31.12.10 | 31.12.11 | 31.12.12 | 30.06.13 | 31.12.13 | 30.06.14 | נתונים פיננסיים מאוחדים עיקריים מיליוני ₪ |
|----------|----------|----------|----------|----------|----------|-------------------------------------------|
| 2,412    | 2,718    | 3,368    | 1,630    | 3,285    | 1,280    | EBITDA בנטרול שערות                       |
| 999      | 1,709    | 1,905    | 404      | 925      | 200      | שינוי בשווי נדל"ן להשקעה והשק' פיננסיות   |
| 1,646    | 1,798    | 2,433    | 1,036    | 2,211    | 596      | רווח נקי (לאחר מס)                        |
| 35,756   | 43,134   | 44,952   | 43,326   | 42,903   | 41,803   | חוב פיננסי                                |
| 1,554    | 2,692    | 2,690    | 3,016    | 2,510    | 3,293    | יתרות נדלות                               |
| 34,202   | 40,442   | 42,262   | 40,310   | 40,393   | 38,510   | חוב פיננסי נטו                            |
| 51,159   | 63,494   | 68,925   | 67,705   | 67,285   | 67,173   | Cap                                       |
| 49,605   | 60,802   | 66,235   | 64,689   | 64,775   | 63,880   | Cap נטו                                   |
| 1,753    | 2,325    | 2,688    | 2,572    | 2,594    | 2,733    | הון מניות (ללא זכויות מיעוט)              |
| 13,473   | 17,943   | 20,956   | 21,335   | 21,017   | 21,912   | הון עצמי וזכויות מיעוט                    |
| 53,238   | 66,827   | 72,622   | 70,652   | 70,441   | 70,569   | סך מאזן בנטרול מקדמות                     |
| 25.3%    | 26.8%    | 28.9%    | 30.2%    | 29.8%    | 31.1%    | הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן           |
| 69.9%    | 67.9%    | 65.2%    | 64.0%    | 63.8%    | 62.2%    | חוב ל-CAP                                 |
| 68.9%    | 66.5%    | 63.8%    | 62.3%    | 62.4%    | 60.3%    | חוב נטו ל-CAP                             |
| 855      | 1,376    | 1,468    | 770      | 1,397    | 416      | * FFO                                     |
| 42       | 31       | 31       | 28       | 31       | 50       | חוב ל-FFO*                                |
| 40       | 29       | 29       | 26       | 29       | 46       | חוב נטו ל-FFO*                            |
| 14       | 15       | 13       | 12       | 12       | 15       | חוב נטו ל-EBITDA בנטרול שערות             |
| 844      | 1,395    | 1,439    | 772      | 1,528    | 710      | FFO ללא דורי קבוצה                        |
| 41       | 30       | 31       | 28       | 28       | 29       | חוב ל-ffo לא כולל דורי קבוצה              |
| 40       | 29       | 29       | 26       | 26       | 27       | חוב נטו ל-ffo לא כולל דורי קבוצה          |

\* ה-FFO יחסי החוב והחוב נטו ל-FFO ב-2013-2014 הינם בנטרול השפעת הוצאות בגין פירעון מוקדם של נגזרים פיננסיים בחברת Citycon ובגין פירעון מוקדם של נכסים פיננסיים נגזרים, אשר נרשמו כחלק מתשלומי/תקבולי הריבית של החברה.

| 31.12.09  | 31.12.10  | 31.12.11  | 31.12.12  | 30.6.13   | 31.12.13  | 30.6.14   | סולו מורחב - נתונים פיננסיים עיקריים אלפי ₪ |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|---------------------------------------------|
| 4,237,868 | 4,210,784 | 4,448,976 | 4,869,713 | 4,477,504 | 4,805,422 | 4,789,496 | CAP                                         |
| 1,578,171 | 1,752,570 | 2,227,821 | 2,687,782 | 2,571,580 | 2,594,719 | 2,732,452 | הון עצמי                                    |
| 2,659,697 | 2,458,214 | 2,221,155 | 2,181,931 | 1,905,924 | 2,210,703 | 2,057,044 | חוב פיננסי ברוטו                            |
| 147,043   | 15,568    | 85,723    | 29,845    | 18,343    | 305,706   | 288,163   | יתרות מזומנים ופיקדונות                     |
| 2,512,654 | 2,442,646 | 2,135,432 | 2,152,086 | 1,887,581 | 1,904,997 | 1,768,881 | חוב פיננסי נטו                              |
| 3,977,875 | 4,662,702 | 3,610,604 | 4,804,854 | 4,427,977 | 4,372,991 | 4,339,505 | שווי שוק השקעות סחירות סוף תקופה            |
| 3,962,121 | 4,011,193 | 4,256,843 | 4,706,716 | 4,305,316 | 4,318,657 | 4,313,365 | שווי מאזני של סך ההשקעות                    |
| 4,272,356 | 4,247,869 | 4,498,228 | 4,871,113 | 4,507,038 | 4,812,423 | 4,828,226 | סך מאזן חשבונאי                             |
|           |           |           |           |           |           |           | יחסי איתנות                                 |
| 37%       | 41%       | 50%       | 55%       | 57%       | 54%       | 57%       | הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן חשבונאי     |
| 37%       | 45%       | 46%       | 56%       | 57%       | 54%       | 57%       | הון עצמי למאזן לפי שווי סחיר אחזקות         |
| 63%       | 58%       | 50%       | 45%       | 43%       | 46%       | 43%       | חוב ל-CAP                                   |
| 61%       | 58%       | 49%       | 44%       | 42%       | 42%       | 39%       | חוב נטו ל-CAP                               |
| 63%       | 61%       | 50%       | 46%       | 44%       | 44%       | 41%       | חוב נטו לשווי תיק                           |
| 65%       | 61%       | 51%       | 46%       | 44%       | 48%       | 45%       | חוב ברוטו לשווי תיק                         |

## אופק הדירוג

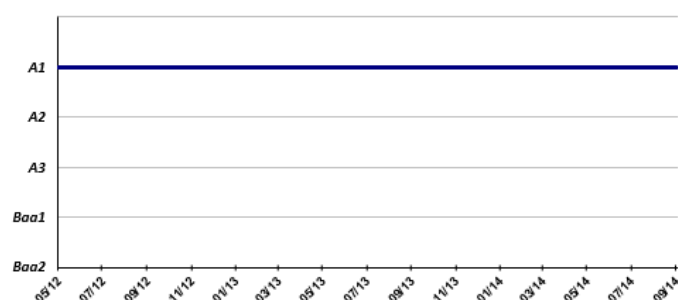
### גורמים אשר עשויים להעלות את הדירוג או את אופק הדירוג:

- הקטנה משמעותית בסיכון האשראי של גזית גלוב, כפי שישתקף בדירוג האג"ח שלה
- הרחבה ופיזור תיק ההחזקות, תוך ירידת התלות בהחזקת מניות גזית גלוב כמקור תזרימי והיותו נכס עיקרי ולפחות שמירה על רמת יחסי המינוף והנזילות (סולו מורחב) הנוכחית

### גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג או באופק הדירוג:

- היחלשות מיצובה העסקי והפיננסי של גזית גלוב, באופן שיפגע ביכולתה להעלות דיבידנד לבעלי המניות ובאופן שיפגע בגמישות הפיננסית של החברה
- שחיקה ברמות המינוף, בין היתר, בשל ביצוע השקעות בהיקף מהותי שאינן בתחומי הליבה, לרבות השקעות פיננסיות ברמת סיכון גבוהה
- חלוקת דיבידנד מהותית שתחליש את נזילות החברה ואיתנותה הפיננסית

## היסטוריית הדירוג



## פרופיל החברה

נורסטאר הינה חברת החזקות פנמית, ציבורית, הרשומה למסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב. ההחזקה העיקרית של החברה הינה כ-50.53% (לפני השלמת הנפקת ההון אשר צפויה להתבצע עד לסוף חודש אוקטובר 2014) מהון המניות של חברת גזית גלוב בע"מ (החזקה זו אחראית על מעל 90% מסך תיק ההשקעות של החברה) והיא בעלת השליטה בה מעל 20 שנה. בעלי המניות העיקריים של החברה הינם מר חיים כצמן ומר דורי סגל. גזית גלוב הינה חברה ציבורית הרשומה למסחר בבורסה בתל אביב וב-NYSE ואשר אג"ח שלה מדורגות Aa3 באופק יציב על ידי מידרוג. בנוסף, החברה מחזיקה בכ-7.72% ממניות אורמת תעשיות בע"מ - חברה ציבורית, הרשומה למסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב וכן אחזקות לא מהותיות בני"ע נוספים.

## מחקרים מתודולוגיים

[ניתוח חברות נדל"ן - דוח מתודולוגי](#) - אוגוסט 2009.

[חברות נדל"ן - מתודולוגיה](#), נובמבר 2008.

[מתודולוגיה לדירוג חברות אחזקה](#) - דצמבר 2011.

המחקרים מפורסמים באתר מידרוג [www.Midroog.co.il](http://www.Midroog.co.il)

דוח קודם: דוח פעולת דירוג דצמבר 2013

תאריך דוח: 19 באוקטובר 2014

## רשימת מונחים פיננסיים עיקריים:

|                                                                                                                                                                  |                                                                 |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------|
| הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.                                                                                                                                    | הוצאות ריבית<br>Interest                                        |
| הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.                                                                    | הוצאות ריבית תזרימיות<br>Cash Interest                          |
| רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.                                                                                                                  | רווח תפעולי<br>EBIT                                             |
| רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.                                                                                                                        | רווח תפעולי לפני הפחתות<br>EBITA                                |
| רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.                                                                                                                  | רווח תפעולי לפני פחת והפחתות<br>EBITDA                          |
| רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.                                                                                | רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה<br>EBITDAR       |
| סך נכסי החברה במאזן.                                                                                                                                             | נכסים<br>Assets                                                 |
| חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.                                                               | חוב פיננסי<br>Debt                                              |
| חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.                                                                                                                | חוב פיננסי נטו<br>Net Debt                                      |
| חוב + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.                                                                                      | בסיס ההון<br>Capitalization (CAP)                               |
| השקעות ברוטו בצידוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.                                                                                                               | השקעות הוניות<br>Capital Expenditures (Capex)                   |
| תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.                                                                        | מקורות מפעילות *<br>Funds From Operation (FFO)                  |
| תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.                                                                                                 | תזרים מזומנים מפעילות שוטפת *<br>Cash Flow from Operation (CFO) |
| מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.                                                                                                       | תזרים מזומנים פנוי*<br>Retained Cash Flow (RCF)                 |
| תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - דיבידנדים.                                                                                                     | תזרים מזומנים חופשי *<br>Free Cash Flow (FCF)                   |
| * יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד שהתקבל ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים מפעילות שוטפת. |                                                                 |

## סולם דירוג התחייבויות

|                       |     |                                                                                                                                                          |
|-----------------------|-----|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| דרגת השקעה            | Aaa | התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.                                               |
|                       | Aa  | התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.                                                    |
|                       | A   | התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.                                               |
|                       | Baa | התחייבויות המדורגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים. |
| דרגת השקעה ספקולטיבית | Ba  | התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.                                        |
|                       | B   | התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.                                                               |
|                       | Caa | התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאד.                                                  |
|                       | Ca  | התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.                |
|                       | C   | התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.                              |

מידרוג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa ועד Caa. 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 למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2014.

מסמך זה, לרבות פסקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת.

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל 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](http://www.midroog.co.il). הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוג מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. 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, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס (Moody's) (להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.