



# דרכון השקעות בע"מ

דו"ח פעולת דירוג | אפריל 2015

1

אנשי קשר:

רו"ח אורן שרייבר - אנליסט  
[orans@midroog.co.il](mailto:orans@midroog.co.il)

רן גולדשטיין, עו"ד (חשבונאי) – סמנכ"ל (ראש תחום נדל"ן)  
[rang@midroog.co.il](mailto:rang@midroog.co.il)

## דרבן השקעות בע"מ

אופק דירוג: שלילי	A2	דירוג סדרה (Issue)
-------------------	----	--------------------

מידרוג מאשרת מחדש דירוג A2 באופק שלילי לסדרות האג"ח ד', ה' ו-ח' שבמחזור של דרבן השקעות בע"מ (להלן: "דרבן" או "החברה"). כמו כן, מידרוג מאשרת דירוג זהה להרחבת סדרה ו\או הנפקת סדרה חדשה, בסכום של עד 200 מיליון ש"ח ע.נ. תמורת הגיוס תשמש בעיקרה למחזור חוב.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 26/04/2015. למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן, בהתאם למבנה ההנפקה, ככל שתבוצע.

להלן פירוט סדרות האג"ח במחזור של החברה:

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד הנפקה	ע.נ ליום 31/12/2014 (מ' ש"ח)	שיעור ריבית שנתית	הצמדה	יתרת אג"ח בספרים ליום 31/12/2014 (מ' ש"ח)	יתרת שנות פירעון האג"ח
אג"ח ד'	4110094	מאי-2007	472	4.6%	מדי	587	2015-2021
אג"ח ה'	4110102	מאי-2007	28	5.9%	לא צמוד	28	2015
אג"ח ח'	4110151	נובמבר-2011	172	6.5%	מדי	189	2015-2016
סה"כ						804	

**דירוג החברה נתמך**, בין היתר, ברמת יחסי איתנותה של החברה הטובים לרמת הדירוג וזאת גם על תחזיותיה, הכוללות מכירה של מספר נכסים ותשלום ההלוואות בגינם, כך ששיעור ההון למאזן צפוי לנוע סביב ה-30% ויחס חוב ל-CAP סביב ה-60%-55%; בשיפור ביחסי הכיסוי, על אף שחיקה מסוימת לאור פעולות מימון מחדש של הלוואות קיימות והגדלת היקף ההלוואות, כך שיחסים אלו צפויים לנוע סביב ה-25-20 שנים (יחסים ההולמים את רמת הדירוג). יצוין כי מימוש הנכסים צפוי אף הוא לשפר את יחסי הכיסוי של החברה (לאור תרומה נמוכה ל-FFO ביחס לקיטון החוב בגין נכסים אלו); בהיקף ה-FFO הבולט לחיוב, שנע סביב 80-100 מ' ש"ח, בהנחות התייצבות ש"ח ומכירות נכסים מתוכננות; בפיזור נכסי החברה, הבולט לחיוב והחזקות בנכסים בעלי אופי יציב, בדגש על הנכסים בישראל; בהיקף הנזילות והגמישות של החברה, המחזקים את הנראות התזרימית ואת יכולת פירעון החובות; יחד עם זאת, לחברה מספר גורמים המשליכים לשלילה על דירוגה וכוללים, בין היתר, את חשיפת החברה להשפעות ש"ח לאור החזקות בנכסים בגרמניה וקנדה; את תפעול הנכסים בישראל הכוללים תחלופה של שוכרים במספר נכסים ושיווק שטחים הנמצאים בתהליכי הקמה; את לוח הסילוקין של סדרות האג"ח הנוכחיות, הכולל פרעונות קרן בהיקף של כ-385 מ' ש"ח בשנתיים הקרובות; את חשיפת החברה לפעילויות במדינות רוסיה ומזרח אירופה, לאור החזקותיה בחברות "מירלנד" ו"סויטלנד".

**אופק הדירוג השלילי נתמך**, בין היתר, בגורמים הכוללים את חשיפת ההון העצמי של החברה להחזקותיה בחברות "מירלנד" (שיעור החזקה של כ-15.2%) ו"סויטלנד" (שיעור החזקה של כ-16%), הפועלות בכלכלות בעלות שחיקה משמעותית בנתונים המאקרו-כלכליים בשנים האחרונות (בדגש על רוסיה, אוקראינה ובלארוס,



מדינות המדורגות בדירוג בינלאומי שנע בין Ba1 ל-Ca, לפי הדירוג הבינלאומי המועדכן של מודיל'ס); חשיפת החברה לערבויות כנגד חברות מוחזקות וצדדים קשורים, בדגש על ערבויות להבטחת הלוואות חברת "סויטלנד" (כאשר ערבות זו, המסתכמת לכ-350 מ' ש, הינה בגדר של "ביחד ולחוד" של כלל בעלי המניות בחברה – דרבן מחזיקה ב-16%); מחשיפת החברה לצרכי נזילות של חברת "כלכלית ירושלים" (להלן: "כלכלית ירושלים" או "חברת האם") שהינה חברת האם של דרבן ומחזיקה ב-100% ממניותיה.

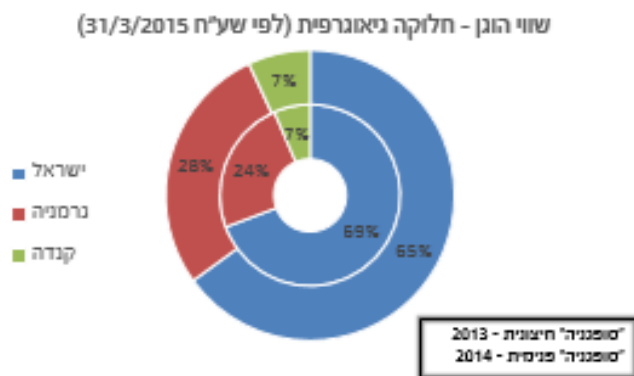
### פירוט גורמי מפתח לדירוג

**החברה מיישמת אסטרטגיה למימוש נכסים לצורך הקטנת המינוף ושירות החוב; במקביל החברה מפתחת נכסים נוספים בישראל ומתכננת להגדיל החזקה בנכסים נוספים, הצפויים לחזק את התזרים הפרמננטי ויחסי הכיסוי**

החל מסוף שנת 2011 החלה ביישום אסטרטגיה למימוש נכסים וקרקעות; למרבית נכסים אלו הועמד בעבר מימון חיצוני, כך שבזמן מימוש החברה מקטינה את החוב הרשום כנגדם ויוצרת יתרות נזילות, שעיקר שימוש הוא לצרכי שירות החוב השוטף של החברה. נכון למועד הדו"ח, הושלמו מספר עסקאות מכירה של נכסים בגרמניה ובקנדה, והתזרים מעסקאות אלו צפוי להתקבל בחודשים הקרובים. כמו כן, פועלת החברה למימוש נכסים נוספים במדינות אלו, באופן שעתיד לייצר לחברה תזרים פנוי נוסף של כ-200 מ' ש בטווח השנתיים הקרובות. נוסף על האמור לעיל, החברה נמצאת במהלכי פיתוח, בשלבים שונים, של מספר נכסים בישראל, ביניהם ניתן לציין סיום פיתוח ואכלוס של נכס מגיב משמעותי בישראל המושכר למשהב"ט (אשר אוכלס במלואו), סיום מתוכנן של הרחבת הנכס המגיב ביקום והרחבה מתוכננת של שטחים לוגיסטיים ברמלה, באופן שמשפר את הנראות התזרימית של החברה. בנוסף, החברה מתכננת להתחיל בפיתוח והקמת פרויקט מגורים בתל אביב (ברחוב עמינדב) בהיקף של כ-170 יח"ד. שיעור הרווח הגולמי החזוי מפרויקט זה, העתיד להסתיים בשנת 2019, עומד על כ-17%. ביצוע כלל הפעולות המתוכננות, הכוללות השלמה של עסקאות מכירה חתומות, עסקאות מכירה מתוכננות וסיום פרויקטים בתהליך ומנגד הגדלת מינוף על נכסים קיימים, עדיין צפוי לשפר את יחסי האיתנות ואיכות הנכסים המהותיים של החברה ולייצב את יחסי הכיסוי סביב 20-25 שנים עם היקף FFO מתוכנן שינוע בטווח של כ-80 100 מ' ש, תחת הנחות שנקלקחו בחשבון על ידי מידרוג בבחינת עמידות התזרים לתמורות ושינויים. להערכת מידרוג, יחסי הכיסוי הנגזרים טובים ביחס לרמת הדירוג של החברה.

נציין כי לחברה אחזקה של כ-15.2% במניות חברת "מירלנד דיולופמנט קורפוריישן פי אל סי", הפועלת ברוסיה בייזום ופיתוח של פרויקטים לנדל"ן מגיב במסחר, לוגיסטיקה, משרדים ובייזום למגורים והחזקות בחברת "סויטלנד" בשיעור של כ-16%, הפועלת בעיקר במדינות אוקראינה ובלארוס. לאור הדרדרות המצב הכלכלי והמדיני במדינות אלו, נמחקו חלק מההשקעות בחברות אלו. יחד עם זאת, התמתנות ההידרדרות, יחד עם הצפי לחתימה על הסדר חוב בחברת "מירלנד", מקטינים את חשיפת החברה למחזיקות הון נוספות ושחיקת יחסי האיתנות.

**היקף פעילות ופיזור נכסי החברה גבוה ומהווה גורם חיובי בדירוג; החברה פועלת למיקוד אזורי הפעילות**



דירוג החברה מושפע לחיוב מהיקף פעילותה: הונה העצמי של החברה ליום 31/12/2014 מסתכם בכ-1.4 מיליארד ש"ח ופעילותה כוללת החזקה בעשרות נכסים בארץ ובחו"ל, בשווי של כ-3.6 מיליארד ש"ח (לפי שע"ח 31/3/2015), ללא החזקות החברה בנכסים במדינות רוסיה וחבר העמים (לשעבר). מרבית נכסי החברה (כ-69% משווי הפורטפוליו) ממוקמים

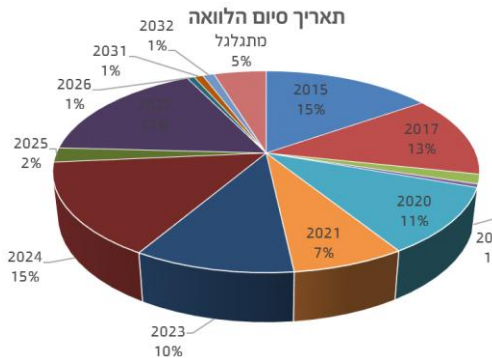
בישראל ויתרתם ממוקמים בגרמניה (כ-24%) וקנדה (7%)<sup>1</sup>, כמוצג בתרשים משמאל (ללא החזקות החברה בשיעורים נמוכים בחברות הפועלות במדינות רוסיה וחבר העמים לשעבר, המוערכות בהתאם לדוכ"ס בכ-100 מ' ש"ח יחדיו, לפי שווי מאזני). מידרוג מעריכה את נתוני הפעילות של פורטפוליו הנכסים כבינוניים עד טובים. יש לציין לחיוב את הנכסים הקיימים בישראל, המהווים את עיקר החזקות החברה הקיימות והחזויות, באופן שמחזק את הנראות התזרימית של החברה, לאור טיב הנכסים ושיעורי התפוסה של הנכסים. מנגד, מרבית נכסי החברה בחו"ל נמצאים בשיעורי תפוסה ממוצעים של כ-88% (בהתאם לשווי ההוגן של כל נכס), והינם מורכבים מסוגי נכסים שונים, בהם מגורים להשכרה, משרדים, נכסים מסחריים ונכסים למטרות לוגיסטיקה. נציין בנוסף, כי החברה פועלת למימוש נכסים בעיתיים בהחזקותיה בחו"ל, יחד עם שיפור והרחבת פורטפוליו הנכסים בישראל והגדלת שיעורי ההחזקה במספר נכסים על חשבון חלק השותפים.

**חשיפה לצורכי התזרים של כלכלית ירושלים וערביות עבור צדדים קשורים מגדילים את הסיכון בשחיקת נזילותה של החברה ושחיקה אפשרית ביחסי האיתנות**

החל משנת 2011, דרבן הינה חברה בת בבעלות מלאה של כלכלית ירושלים. על אף שכלכלית ירושלים מחזיקה בפעילות נדל"ן ישירה, הדיבידנדים שהיא מושכת מהחברות הבנות מהווים עבורה מקור תזרימי חשוב. כלכלית ירושלים, בהתאם לתחזיותיה, נסמכת בין היתר על חלוקת דיבידנדים של החברה בהיקף של מעל 200 מ' ש"ח בשלוש השנים הקרובות (100 מ' ש"ח בשנת 2015, 75 מ' ש"ח בשנת 2016 ו-50 מ' ש"ח בשנת 2017). היקף זה יכול להשתנות בהתאם לצרכים של חברת האם ועל כן קיימת חשיפה תזרימית לחברה. בנוסף, החברה, יחד עם חברות הקבוצה, חתומה על ערבויות בהיקפים משמעותיים לחברות קשורות, בהן חברת "סוילנד" (סך הערבות הכוללת לקבוצה מסתכם לכ-350 מ' ש"ח, המתפרס על פני מספר שנים), באופן שחושף את החברה לשירות חובות וקיטון עתידי ביתרות הנזילות ואו גידול בחובות החברה.

<sup>1</sup> מחושב לפי חלקה היחסי של החברה בשווי הנכסים, נכון ל-31/12/2014, לפי שע"ח נכון ל-31/3/2015

**לחברה גמישות פיננסית ומקורות נזילות מספקים ביחס לצורכי שירות החוב**

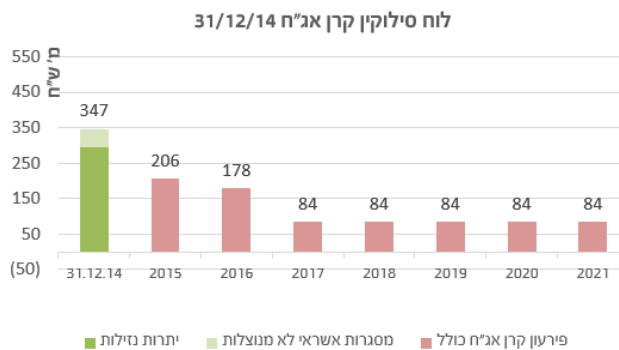


החוב הפיננסי של החברה, נכון ליום 31/12/2014, מסתכם בכ-2.7 מיליארד ש"ח, לפי שעה נכון ל-31/12/2014 (כ-2.4 מיליארד ש"ח, בנטרול פיקדונות המשועבדים לטובת חלק מהחוב). מרבית חובות החברה הינם חובות מובטחים וחלק מהחובות הינם בגין הלוואות מסוג Non-Recourse, כאשר חלק זה הולך וקטן לאור אסטרטגיית

מימוש החזקות החברה בחו"ל. מתוך סך החוב מחזיקה החברה באג"ח המסתכם בכ-804 מ' ש"ח. מידרוג רואה בהיקף החוב הפיננסי של החברה כסביר להיקף פעילותה, אשר הינו בעל לוח סילוקין נוח יחסית, כאשר בהתאם לשנת הפירעון הסופית, כ-15% מהחובות אמורים להיפרע עד סוף שנת 2015.

בהתאם לעדכון החברה, נעשים מספר תהליכים שעתידיים לשפר את עומס הפירעונות לוח הסילוקין של החברה וכוללים, בין היתר, מימון מחדש של הלוואות הקרובות למועד סיומן ומכירת מספר נכסים בחו"ל (כאשר מרבית הלוואות שמועד פירעונן חל ב-2015 הינן מול נכסים בישראל והן נמצאות בתהליך מו"מ להארכת מועד הפירעון). להערכת מידרוג, לחברה עומדים מקורות מספיקים לצורך שירות החוב בטווח הקרוב עד בינוני והם כוללים, מלבד התזרימים השוטפים מפעילות ויתרות המזומנים, גם נכסים בלתי משועבדים בשווי של כ-337 מיליון ש"ח (נכסים בישראל ובגרמניה), מסגרות אשראי בלתי מנוצלות שאינן חתומות שמסתכמות בכ-53 מ' ש"ח לסוף שנת 2014 ונכסים בעלי שיעור מינוף נמוך, המגלמים גמישות נוספת במידת הצורך. בנוסף, קיימות מספר עסקאות מכירה שנחתמו ועתידות להניב לחברה כ-50-100 מ' ש"ח נוספים בעתיד הקרוב, מלבד מספר עסקאות נוספות שהחברה מתכננת לבצע במהלך השנים 2015-2016 (העתידות לייצר לחברה תזרים פנוי עודף של כ-150 מ' ש"ח נוספים). לאור זאת ובהתחשב בתזרים השוטף שהחברה מייצרת, להערכת מידרוג, לחברה קיימים מקורות נזילות וגמישות פיננסית מספקים ביחס לצורכי שירות החוב.

להלן מוצג לוח הסילוקין של סדרות האג"ח הנוכחיות של החברה:



**יחסים פיננסיים עיקריים (אלפי ₪)**

31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	מטבע: אלפי ₪
292,780	267,519	288,642	הכנסות
199,226	175,675	192,951	רווח גולמי
(103,529)	18,596	39,710	רווח (הפסד) משיעור דל"ן להשקעה
168,473	209,577	149,268	רווח תפעולי ללא שערורים
(98,235)	(104,485)	(79,151)	הוצאות מימון וטו
(35,243)	57,241	42,968	רווח נקי
104,054	146,909	268,575	מילות
2,126,071	1,942,981	2,138,292	חוב פיננסי (בנטרול פיקדונות משועבדים)
2,022,017	1,796,072	1,869,717	חוב פיננסי וטו
1,373,101	1,394,364	1,356,010	הון עצמי זכויות מיעוט
3,822,634	3,682,919	3,872,016	CAP (בנטרול פיקדונות משועבדים)
3,718,580	3,536,010	3,603,441	CAP וטו
3,923,083	3,867,180	4,058,618	סר מאזן בנטרול פיקדונות משועבדים
55.6%	52.8%	55.2%	חוב ל-CAP (בנטרול פיקדונות משועבדים)
54.4%	50.8%	51.9%	חוב וטו ל-CAP וטו
35.0%	36.1%	33.4%	הון עצמי זכויות מיעוט לסר מאזן חשבוני בנטרול פיקדון משועבד
131,439	80,069	20,102	FFO
16	24	106	חוב פיננסי (בנטרול פיקדונות משועבדים) ל-FFO
15	22	93	חוב פיננסי וטו ל-FFO

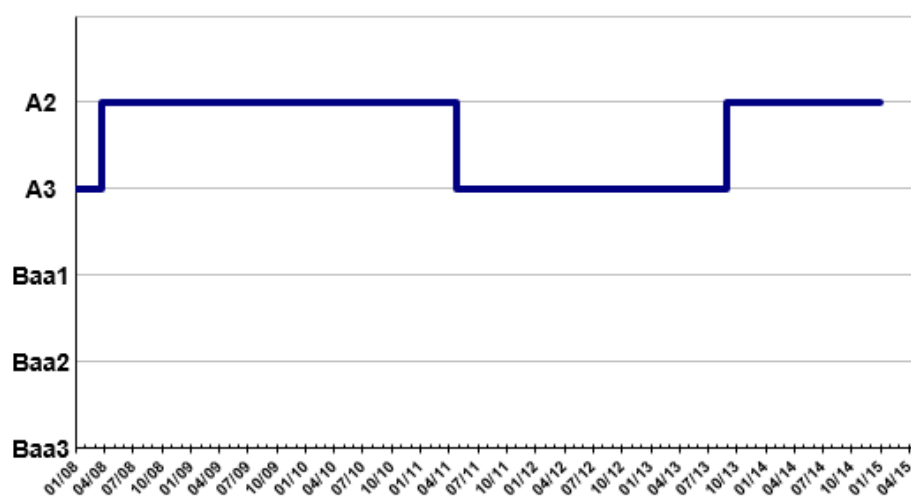
גורמים העשויים לשפר את הדירוג או אופק הדירוג

- השבחת נכסים ושיפור משמעותי בשיעורי התפוסה ותזרים מפעילות שוטפת
- שיפור משמעותי ביחסי הכיסוי לאורך זמן
- שיפור משמעותי בגמישות הפיננסית של החברה ובכללה בהיקף הנכסים הבלתי משועבדים

גורמים העלולים לפגוע בדירוג

- הרעה ביחסי איתנות וביחסי הכיסוי של החברה
- הרעה במיצובה הפיננסי ובדירוגה של החברה כלכלית ירושלים
- מדיניות דיבידנד אשר תפגע בנזילות ובאיתנות הפיננסית – יובהר, כי חלוקת דיבידנדים בהיקף העולה על 100 מ' ש"ח לשנה בשנים 2015-2016, תחשב ככזו
- הגדלת משקל פעילות הייזום של החברה

היסטוריית הדירוג



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 וסוילנד) עמד, נכון ליום 31/12/2014, על כ- 722 אלף מ"ר, מתוכם כ- 427 אלף מ"ר בחו"ל. שיעור התפוסה בנכסי החברה עומד על כ-88% (תפוסה משוקללת לפי שווי הוגן של הנכסים). בחודש פברואר 2011 השלימה כלכלית ירושלים את רכישת החברה, ונכון למועד הדו"ח מחזיקה במלוא מניותיה. עיקר ההחזקה בכלכלית ירושלים מתרכזת, נכון למועד הדו"ח, בידי מר אליעזר פישמן, במישרין ובאמצעות חברות שבשליטתו. למר פישמן אחזקות בחברות נוספות הפועלות בתחומי הנדל"ן בארץ ובחו"ל וכן חברות בתחומי התקשורת והקמעונאות.

#### דוחות מתודולוגיים

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

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

מועד פרסום דוח הדירוג הקודם: 31/12/2014

תאריך פרסום הדוח: 27/04/2015



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



\* 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.

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

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.

דו"ח מספר: CRD120415200M

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739

טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

### © כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2015.

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. דירוגי מידרוג מתייחסים במישורין 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 צריכים 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 מודיס (Moody's) (להלן: "מודיס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודיס, ואינם כפופים לאישורה של מודיס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודיס, 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.

