

## צ.מ.ח המרמן בע"מ

מעקב | ינואר 2022

### אנשי קשר:

#### שמואל זוסמן

אנליסט, מעריך דירוג ראשי

[Shmuel.Z@midroog.co.il](mailto:Shmuel.Z@midroog.co.il)

#### שירן פימא, רו"ח

אנליסטית בכירה, מעריכת דירוג משנית

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

#### סיגל יששכר, סמנכ"ל

ראש תחום נדל"ן

[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

## צ.מ.ח המרמן בע"מ

|             |         |                  |
|-------------|---------|------------------|
| דירוג סדרות | Baa1.il | אופק דירוג: יציב |
|-------------|---------|------------------|

מידרוג מותירה על כנו את הדירוג Baa1.il לאגרות חוב (סדרות ה' ו-ו') שהנפיקה חברת צ.מ.ח המרמן בע"מ (להלן: "החברה").  
אופק הדירוג יציב.

## אגרות החוב במחזור המדורות על ידי מידרוג:

| סדרת אג"ח | מספר נייר ערך | דירוג   | אופק דירוג | מועד פירעון סופי |
|-----------|---------------|---------|------------|------------------|
| ה'        | 1151125       | Baa1.il | יציב       | 01/08/2023       |
| ו'        | 1158633       | Baa1.il | יציב       | 30/06/2025       |

## שיקולים עיקריים לדירוג

- ענף ייזום הנדל"ן למגורים נשען על ביקושים קשיחים יחסית בעיקר בשל הצמיחה במשקי הבית בישראל. בד בבד, היצע קרקעות זמינות לבנייה בישראל באזורי הביקוש מצוי במחסור מתמשך, אשר מוביל לעודפי ביקוש ולעלייה במחירי הדירות לאורך זמן. לצד זאת, מחזור הפעילות הארוך בענף הייזום, הנובע מפער הזמן הממושך בין עיתוי ההשקעה בקרקעות לבין עיתוי מכירת הדירות מעלה את תזרימי המזומנים לתנודתיות בביקושים, לנוכח המחזוריות הכלכלית והשפעות אקסוגניות כגון השתנות שיעורי הריבית. לכך יש להוסיף כי העלייה במחירי הקרקעות בתקופה האחרונה מקשה על קבלנים להשתתף במכרזים, בפרט הקטנים שבהם, ובאופן כללי מעלה את הסיכון לרווחיות מפרויקטים עתידיים. לאור האמור, הסיכון הענפי של ענף הייזום למגורים מוערך על ידי מידרוג כגבוה יחסית, ובמידה המשליכה לשלילה על סיכון האשראי של החברה.
- היקף ההכנסות של החברה צפוי בטווח הקצר והבינוני לנוע בטווח של 420-500 מ' ש"ח לשנה, ההולם לרמת הדירוג. ההכנסות הצפויות מושפעות לחיוב מזכייה במכרז של רמ" בשותפות עם צד שלישי לזכויות חכירה בנווה גן רמת השרון, כאשר חלק החברה בפרויקט צפוי לכלול כ-232 יח"ד. לחברה צבר קרקעות המצריך המשך השקעה לטווח הרחוק עם כ-300 יח"ד במלאי (פרויקטים שצפויים להתחיל להבנות מתחילת 2024), וכ-950 יח"ד במסגרת פרויקטים בפינוי בינוי, באופן המשליך לשלילה על יציבות הפעילות של החברה. מנגד, הפרויקטים בביצוע מאופיינים לרוב בשיעורי מכירות גבוהים מול שיעורי ביצוע, ופיזור פעילות הולם. בנוסף, וותק החברה וניסיונה תורמים לפרופיל העסקי של החברה.
- בממוצע על פני השנים 2017-2019 הרווחיות הגולמית של החברה מפעילות ייזום למגורים עמדה בטווח של 19%-20%. בשנים 2020-2021 חלה עלייה ברווחיות לכ-30% בשל תמהיל הפרויקטים שנמכרו. מידרוג הביאה בחשבון שיעורי רווחיות בדומה לשנים הקודמות בטווח של 19%-22%.
- הפרופיל הפיננסי מושפע לשלילה משיעור מינוף שאינו הולם לרמת הדירוג, כאשר להערכת מידרוג, החוב נטו ל-CAP נטו צפוי לנוע בטווח של 69%-72%, בהשוואה לכ-66% ליום 30.09.2021, זאת לפי הנחתנו כי החברה תוסיף להשקיע בקרקעות על מנת לעבות את צבר הקרקעות. עלייה ביחס המינוף מעבר לכך עלולה להשליך לשלילה על דירוג החברה. בזכות רמת רווחיות נאה בפעילות, יחס כיסוי הריבית EBIT להוצאות ריבית הולם לרמת הדירוג וצפוי לנוע בטווח של 2.0-3.0 על-פי תרחיש הבסיס של מידרוג.
- לחברה עומס פרעונות אג"ח גבוה יחסית בטווח של 50-100 מ' ש"ח לשנה בשנים 2023-2025. כמו כן נזילות החברה מושפעת לשלילה מצורכי הון חוזר תנודתיים הנובעים מעיתוי השקעות בפרויקטים ומקצב התקדמות המכירות. מנגד, החברה מחזיקה לאורך זמן יתרות נזילות מהותיות ההולמות את צורכי שירות קרן האג"ח, פועל יוצא של מדיניותה הפיננסית. ליום 30.09.2021 בקופה החברה מזומנים בהיקף של כ-218 מ' ש"ח. לחברה גמישות פיננסית סבירה הנובעת מאחזקה במספר נכסי נדל"ן מניב וכן מהאחזקה (50%) בסיוון קבלנות שבה היקף מזומן משמעותי.

**תרחיש הבסיס של מידרוג מניח**, בין היתר, תנועות הון עצמי ועודפים הצפויים בפרויקטים בביצוע ובתכנון, פירעון שוטף של יתרות אגרות החוב הקיימות, גיוס אגרות חוב, חלוקת דיבידנד לבעלי המניות, פירעון הלוואות ליווי בפרויקטים בהתאם להנחת קצב המכירות, ומנגד, נטילת הלוואות לצורך מימון פרויקטים בתכנון, השקעות בקרקעות כאשר חלקן באמצעות חוב ותחילת ייזום בפרויקטים, בין היתר פרויקט מהותי נווה גן ברמת השרון. כמו כן, תרחיש הבסיס כולל איחוד יחסי של חוב בחברות פרויקט המוצגות לפי שיטת השווי המאזני. במסגרת תרחיש הבסיס, מידרוג בחנה תרחישי רגישות שונים, באשר להיקפי מכירות, קצב ביצוע הפרויקטים, סכומי תקבולים מנכסים מניבים ועוד.

### אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו, כי החברה תשמור על יציבות הפרופיל הפיננסי בהתאם למדיניותה, בדגש על יחס המינוף חוב נטו ל-CAP נטו הולם ועל יתרות נזילות ו/או מסגרות אשראי פנויות מספקות לשירות החוב.

### גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- גידול בהיקף הפעילות תוך שמירה על שיעורי מינוף ההולמים לרמת הדירוג
- ירידה מהותית ומתמשכת ברמת המינוף של החברה

### גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- עלייה ברמת חוב נטו לקאפ נטו לאורך זמן מעל 70%
- אי-שמירה על נזילות ו/או מסגרות אשראי פנויות בהיקף מספק לצורך שירות החוב
- חלוקת דיבידנדים באופן שיפגע בפרופיל הסיכון של החברה

### צ.מ.ח המרמן בע"מ - נתונים פיננסיים עיקריים, אלפי ש"ח

| 31.12.2018 | 31.12.2019 | 31.12.2020 | *30.09.2021 |                                 |
|------------|------------|------------|-------------|---------------------------------|
| 418        | 469        | 274        | 322         | סך הכנסות מפעילות ייזום         |
| 20%        | 19%        | 31%        | 26%         | שיעור רווח גולמי מפעילות הייזום |
| 47         | 46         | 56         | 64          | רווח נקי                        |
| 65%        | 66%        | 57%        | 66%         | חוב נטו מותאם ל-CAP נטו         |
| 3.1        | 2.8        | 4.3        | 3.8         | EBIT להוצאות ריבית              |

\*חוב פיננסי נטו מותאם מוצג באיחוד יחסי של חוב של חברות פרויקט המוצגות לפי שיטת השווי המאזני, ללא המזומנים ושווי מזומנים של סיון ביצוע. הנתונים הפיננסיים התוצאתיים כוללים את 12 החודשים שהסתיימו ביום 30.09.2021.

### פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

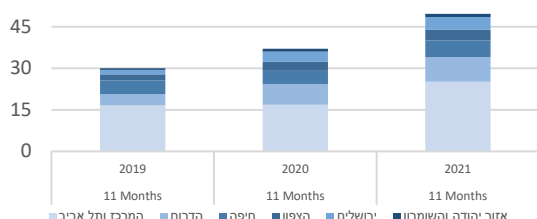
#### חשיפת החברה לתנודתיות בענף הייזום למגורים בישראל משפיעה לשלילה על יציבות סביבת הפעילות שלה

ענף ייזום הנדל"ן למגורים נשען על ביקושים קשיחים יחסית מצד משקי בית בישראל המבוססים על צמיחת האוכלוסייה וכן על ביקוש מצד משקיעים כאפיק חסכון והשקעה הנשען על הביקוש להשכרת דירות. היצע קרקעות זמינות לבנייה בישראל באזורי הביקוש מצוי במחסור מתמשך, אשר מוביל לעודפי ביקוש ולעלייה במחירי הדירות לאורך זמן. הסיכון בענף הייזום למגורים נובע מהישענותו על הליך השבחה ופיתוח ממושך יחסית של המקרקעין, המעלה חשיפה של המכירות ושל הרווחיות לתנודתיות בביקושים, כתלות במחזוריות הכלכלית ובשיעורי הריבית ופוגם בנראות ההכנסות ותזרימי המזומנים בטווח הבינוני והארוך, כתלות גם באזורי הפעילות. הביקוש עלול לסבול מתנודתיות בשל השפעות אקסוגניות מעת לעת כגון רגולציה המגבילה את הביקושים, לרבות על משקיעים

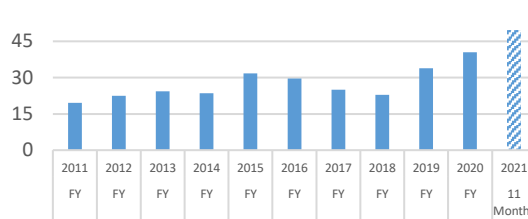
בענף וכן השפעות מחזוריות כלכלית. העלייה במחירי הקרקעות בתקופה האחרונה מקשה על קבלנים להשתתף במכרזים, בפרט הקבלנים הקטנים שבהם, ובאופן כללי מעלה סיכון לרווחיות העתידית מפרוקטים.

בהתאם לנתוני הלמ"ס<sup>1</sup>, עד לסוף חודש נובמבר שנת 2021 נמכרו בישראל כ-49.6 אלף דירות חדשות, גידול של כ-23% ביחס לאותה תקופה בשנת 2020 וכ-47% ביחס לאותה תקופה בשנת 2019. עיקר הביקוש לדירות חדשות מתרכז בתל אביב ואזור המרכז, אשר מהווה כ-34% מסך המכירות עד לסוף הרבעון השלישי בשנת 2021 ביחס לכ-31% לאותה תקופה בשנת 2020 וכ-36% ביחס לאותה תקופה בשנת 2019.

**תרשים 2: דירות חדשות שנמכרו, לפי מחוז באלפים**



**תרשים 1: דירות חדשות שנמכרו, לפי שנים באלפים**



מקור: הלמ"ס עיבוד: מידרוג

### צבר קרקעות נמוך יחסית מכביד על הפרופיל העסקי, כאשר מנגד הוותק והניסיון של החברה מהווים גורם ממתן

נכון בסמוך למועד דוח זה, לחברה כ-219 יח"ד בבנייה בלבד ב-3 פרויקטים שונים. בנוסף, לחברה צבר קרקעות של כ-614 יח"ד שצפויים להתחיל להבנות בשנים 2022-2023, כ-300 יח"ד שצפויים להתחיל להבנות מתחילת 2024, וכ-950 יח"ד במסגרת פרויקטים של פינוי בינוי. צבר זה מצריך המשך השקעה בפרויקטים עתידיים, המהווה אתגר בתנאי השוק הנוכחים ומשליך לשלילה על יציבות הפעילות של החברה. יחד עם זאת, פיזור הפעילות על פני כ-7 ערים שונות (עיקרם ערים מרכזיות כגון: רמת השרון, רמת גן, תל אביב-יפו, גבעתיים וכו'), בשילוב עם וותק החברה וניסיון רב שנים, תורמים לחיזוק הפרופיל העסקי. לחברה חשיפה לפרויקט מהותי בנווה גן ברמת השרון אשר מהווה מעל 50% מהרווח הצפוי מתוך פרויקטים בביצוע ופרויקטים שתחילת בנייתם צפויה עד סוף שנת 2023. שיעורי המכירות המוקדמות בפרויקט זה הם גבוהים וממתנים את החשיפה לפרויקט.

הפרופיל העסקי של החברה מושפע לחיוב משיעורי מכירות גבוהים ביחס לשיעורי הביצוע הבאים לידי ביטוי, בין היתר, במלאי דירות מצומצם בעקבות מכירות בהיקפים משמעותיים בשנת 2021. בפרויקטים בנווה גן וברמת השקמה החברה מכרה דירות במכירה מוקדמת בהיקפים משמעותיים, כאשר נכון ליום 31.12.2021 נמכרו כ-33% מהדירות ברמת השרון וכ-54% מהדירות ברמת השקמה.

היקף הכנסות החברה מפעילות הייזום ב-12 חודשים האחרונים הסתכם בכ-322 מ' ש"ח. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, היקף ההכנסות של החברה צפוי לגדול בשנים 2022-2024 לטווח של 420-500 מ' ש"ח. חלק ניכר מהעלייה הוא בעקבות זכייה בפרויקט מהותי בנווה גן, רמת השרון בשותפות עם צד שלישי, כאשר על-פי דיווחי החברה, הפרויקט צפוי לכלול 550 יח"ד ו-1140 מ"ר שטחי מסחר. עלות הקרקע לאחר עלויות פיתוח הינה כ-1.1 מיליארד ש"ח, וסך חלק החברה מהווה כ-42.2%.

נכון ל-12 חודשים שהסתיימו ביום 30.09.2021, שיעור הרווח הגולמי של החברה מפעילות היזומית עמד על כ-26%, זאת בהשוואה לכ-31% בשנת 2020. שיעורי רווחיות אלו גבוהים ביחס לשיעור הרווחיות בשנים קודמות, והדבר נובע בעיקרו מהכרה בהכנסה בגין מכירות מלאי בפרויקט ביפו, ומכירות בפרויקט בגני תקווה בשיעור רווחיות גבוה ביחס לפרויקטים של החברה. להערכת מידרוג, שיעורי הרווחיות צפויים להישחק ולהסתכם בטווח של 19%-22%, לאחר תרחישי רגישות שמידרוג בחנה. טווח זה קרוב לרווחיות החברה בשנים 2017-2019 אשר נעה בין 19%-20%.

<sup>1</sup> הלמ"ס: "הכמות המבוקשת של דירות חדשות מאי-נובמבר 2021", הודעה לתקשורת 13.11.2021

החברה מחזיקה 50% בחברת סיון ביצוע בע"מ שמבצעת עבודות קבלנות עבור מזמיני עבודות שאינם החברה, ובונה גם חלק מהפרויקטים של החברה. תחום שירותי הקבלנות מאופיין על ידי מידרוג בסיכון עסקי גבוה ביחס לענף הייזום למגורים בשל פעילות פרויקטלית תנודתית ורווחיות חלשה יחסית לאורך זמן. יחד עם זאת, סיון ביצוע מציגה רווחיות גבוהה יחסית לענף שאף השתפרה עם השנים, היא נטולת חוב פיננסי ומחזיקה בנזילות בהיקף משמעותי. לאור האמור ולאור היתרונות בסינרגיה בין החברה לסיון ביצוע, האחזקה בסיון ביצוע היוותה גורם נטרלי בפרופיל הסיכון של החברה.

### **רמת המינוף צפויה לעלות בעקבות רכישת קרקע ולבלוט לשלילה לרמת הדירוג**

יחס המינוף של החברה חוב נטו ל- CAP נטו, נכון ליום 30.09.2021 עמד על כ-66%, לאחר איחוד יחסי של חוב של חברות פרויקט המוצגות לפי שיטת השווי המאזני הכוללות את פרויקט בית שמש, הקרקע במתחם כורזין ומרכז הספורט בכפר סבא. יחס המינוף עלה במהלך שנת 2021 כתוצאה מרכישת קרקע מהותי בנווה גן, רמת השרון, כפי שפורט לעיל.

כ-95% מהמימון לרכישת הקרקע התבצע באמצעות הלוואה בנקאית שנטלה החברה, והיתר ממקורות החברה. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג הכולל, חלוקת דיבידנד צפויה בהתאם למדיניות בהיקף של כ-15 מ' ש"ח והשקעות צפויות בפרויקטים חדשים בהיקף משמעותי לצורך שימור על היקף פעילות הולם בטווח הארוך, יחס המינוף צפוי להישחק ולהסתכם בטווח של 69%-72% שאינו הולם לרמת הדירוג. יצוין כי המשך מכירות בהיקפים משמעותיים ע"י החברה עשוי למתן את העלייה במינוף ולשמור על יחס מינוף של עד 70%, בהתאם למדיניות החברה. מידרוג תמשיך לעקוב אחר מינוף החברה ועלייה במינוף מעבר ל-70% לאורך זמן עלולה להשליך לשלילה על דירוג בחברה.

יחס כיסוי הריבית EBIT להוצאות ריבית הינו כ-3.8 שנים ל-12 חודשים שהסתיימו ב-30.09.2021 והוא הושפע לחיוב מרווחיות גבוהה יחסית בשנה החולפת. בממוצע בין השנים 2017-2019 עמד היחס על 2.9. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, יחס כיסוי זה צפוי לנוע בטווח של 2.0-3.0 שנים בטווח הבינוני שהולם לרמת הדירוג, אך עלול להיות תנודתי.

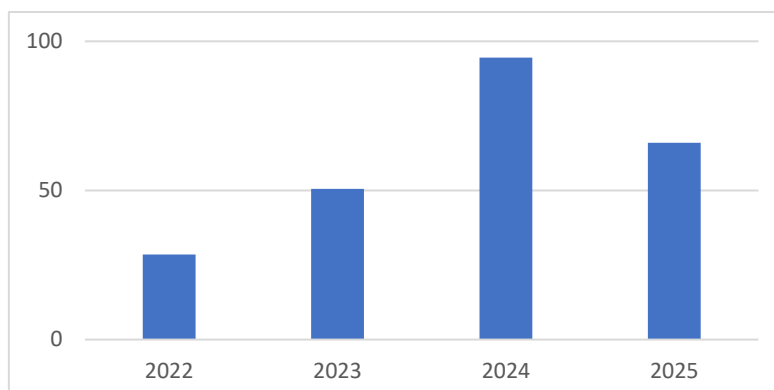
### **מדיניות פיננסית המשקפת שמירה על נזילות הולמת ואיזון בין האינטרס של בעלי החוב ובעלי המניות**

לחברה עומס פרעונות אג"ח גבוהה יחסית בטווח של 50-100 מ' ש"ח לשנה בשנים 2023-2025. כמו כן נזילות החברה מושפעת לשלילה מצורכי הון חוזר תנודתיים הנובעים מעיתוי השקעות בפרויקטים ומקצב התקדמות המכירות. מנגד, החברה מחזיקה לאורך זמן יתרות נזילות מהותיות ההולמות את צורכי שירות קרן האג"ח, פועל יוצא של מדיניותה הפיננסית של החברה.

ליום 30.09.2021 בקופה החברה מזומנים בהיקף של כ-218 מ' ש"ח. יתרת הנזילות צפויה לקטון בטווח הזמן הקצר-בינוני בעיקר לאור השקעות עתידיות צפויות אך עם זאת, עדיין צפויה להיות מספקת לשירות החוב. כמו כן, לחברה גמישות פיננסית מסוימת הנובעת מסגרות אשראי בסך כ-64 מ' ש"ח, נדל"ן מניב בנוי בהיקף של כ-116 מ' ש"ח עם שיעור LTV של כ-15% וכן מהאחזקה (50%) בסיון ביצוע שנכון ליום 30.09.2021 מחזיקה בהיקפי מזומן בסך של כ-146 מ' ש"ח (100%).

ניהול נזילות החברה הינו שמרני במידה רבה, כאשר היא נוהגת לשמור על יתרת הנזילות הנדרשת לצורך שירות החוב מספר חודשים לפני הפירעון. מדיניותה הפיננסית של החברה משפיעה לחיוב על הפרופיל הפיננסי בכך שהיא ברת חיזוי במידה טובה ומאזנת בין האינטרס של בעלי החוב ובעלי המניות. מדיניות חלוקת הדיבידנדים, אשר הינה בגובה של עד 1/3 מהרווח הנקי בכפוף למצב נזילות החברה, הסתכמה בשלוש השנים האחרונות בכ-17 מ' ש"ח בממוצע לשנה, כך שלהערכתנו, אין בה לפגום בגמישות הפיננסית של החברה.

תרשים 3: לוח סילוקין קרן אג"ח, נכון ליום 30.09.2021, במיליוני ש"ח:



## מטריצת הדירוג

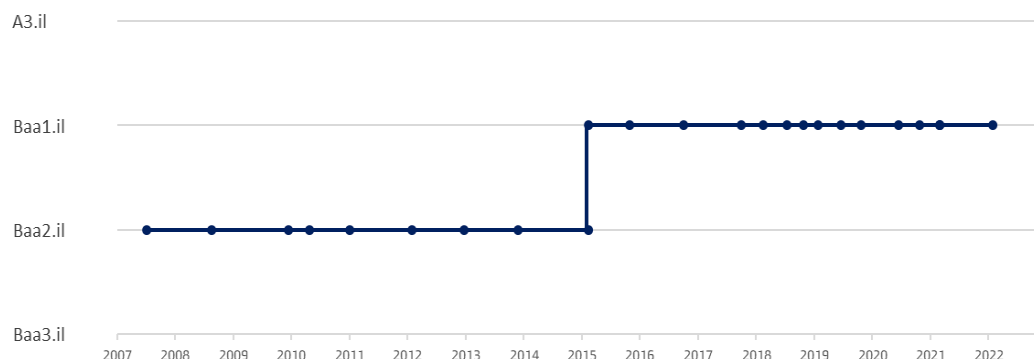
| תחזית מידרוג  |             | ליום 30.09.2021 |                      | פרמטרים                                                       | קטגוריה       |
|---------------|-------------|-----------------|----------------------|---------------------------------------------------------------|---------------|
| ניקוד         | מדידה       | ניקוד           | מדידה <sup>[1]</sup> |                                                               |               |
| Baa.il        | ---         | Baa.il          | ---                  | תחום פעילות וסביבה כלכלית                                     | סביבת הפעילות |
| Baa.il - A.il | 420-500     | Baa.il          | 322                  | סך הכנסות מפעילות ייזום (מיליוני ש"ח) - LTM                   | פרופיל עסקי   |
| Baa.il        | ---         | Baa.il          | ---                  | איכות הפרויקטים, פיזור פעילות, צבר קרקעות וותק וניסיון המנפיק |               |
| Baa.il - A.il | -19%<br>22% | A.il            | 26%                  | שיעור רווח גולמי יזמי-LTM                                     | רווחיות       |
| Baa.il        | -69%<br>72% | Baa.il          | 66%                  | חוב פיננסי נטו מותאם / CAP נטו                                | פרופיל פיננסי |
| Baa.il        | 2.0-3.0     | A.il            | 3.8                  | EBIT LTM / הוצאות ריבית                                       |               |
| A.il          | ---         | A.il            | ---                  | מדיניות פיננסית                                               |               |
| Baa1.il       |             |                 |                      |                                                               | דירוג נגזר    |
| Baa1.il       |             |                 |                      |                                                               | דירוג בפועל   |

[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

צ.מ.ח המרמן בע"מ הוקמה בשנת 1997 ועוסקת בעצמה ובאמצעות חברות בנות בשני תחומים עיקריים: ייזום, פיתוח, הקמה, ניהול, שיווק ומכירה של פרויקטים בתחום הנדל"ן בישראל, וביצוע עבודות בניה קבלניות בפרויקטים בישראל באמצעות החברה הכלולה סיון ביצוע בע"מ (50%). בעלי המניות העיקריים בחברה כוללים את בעלי השליטה הנוכחיים - משפחת פייגלין ומשפחת בן אברהם.

## היסטוריית דירוג



## דוחות קשורים

[צ.מ.ח המרמן בע"מ - דוחות קשורים](#)

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

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

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

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

## מידע כללי

|                  |                                      |
|------------------|--------------------------------------|
| 24.01.2022       | תאריך דוח הדירוג:                    |
| 17.02.2021       | התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג: |
| 28.06.2007       | התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:     |
| צ.מ.ח המרמן בע"מ | שם יוזם הדירוג:                      |
| צ.מ.ח המרמן 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' מידורג בע"מ (להלן: "מידורג").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידורג 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 מידורג מראש ובכתב.

#### **אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג וליסיוני הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידורג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה**

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידורג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידורג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידורג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידורג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידורג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידורג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידורג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידורג הינם לפי סולם מקומי וככאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכונים אשראי של מנפיקים וכן של התחייבויות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידורג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידורג 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 מידורג 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 מידורג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידורג 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 בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

**מידורג 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 מידורג בכל דרך ואופן שהוא.**

דירוגי מידורג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים ויהיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידורג 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 מידורג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידורג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידורג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידורג 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, מידורג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידורג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידורג. מידורג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידורג, 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 מידורג 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 מידורג, בין במעשה ובין במחדל.

מידורג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידורג 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 מידורג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>