



# י.ח דמרי בניה ופיתוח בע"מ

פעולת דירוג | יולי 2015

1

אנשי קשר:

אילון גרפונקל, עו"ד - רו"ח - ראש צוות בכיר  
[eylong@midroog.co.il](mailto:eylong@midroog.co.il)

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

## י.ח דמרי בניה ופיתוח בע"מ

אופק הדירוג: יציב	דירוג: A2	דירוג סדרות
-------------------	-----------	-------------

מידרוג מאשרת מחדש דירוג A2 באופק יציב עבור סדרות אג"ח כג, ד' ו-ה' שבמחזור, אותן הנפיקה חברת י.ח דמרי בניה ופיתוח בע"מ (להלן: "דמרי" או "החברה"). כמו כן, מידרוג מאשרת דירוג זהה לגיוס סדרה חדשה/הרחבת סדרה קיימת בהיקף של עד 150 מיליון ₪ ע.ב.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 29/07/2015. למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן, בהתאם למבנה ההנפקה, ככל שתבוצע.

להלן פירוט האג"ח במחזור של החברה (אלפי ₪) ליום 31.03.2015:

שנות פירעון האג"ח	יטרת אג"ח בספרים 31.03.15	הצמדה	שיעור ריבית שנתית	מועד הנפקה	מספר ני"ע	סדרת אג"ח
2015-2016	102,383	ללא	7.30%	דצמ-09	1116623	אג"ח סדרה כג*
2015-2019	210,275	ללא	5.45%	אוג-13	1129667	אג"ח סדרה ד'*
2017-2021	163,274	ללא	3.50%	ינו-15	1134261	אג"ח סדרה ה'
	475,932					סה"כ

\* בחודש יוני החברה ביצעה פירעון של סדרות כג' ו-ד' בסכום כולל של כ-83 מיליון ₪

הדירוג נתמך, בין היתר, בתזרים המשמעותי לשירות החוב בגין הפרויקטים בבנייה, הכוללים מעל 800 יח"ד מכורות, אשר טרם הוכרה בגינם הכנסה ולפיכך טרם באו לידי ביטוי במלואם בדוחות הכספיים. יתרה מכך, במהלך שנת 2014 וברבעון הראשון של שנת 2015 החברה הפיקה תזרים רווח משמעותיים וזאת בהתאם לתחזיות מידרוג. האמור הביא לגידול בהון העצמי ולמקורות לשירות החוב; בשיעורי רווחיות בולטים לטובה ביחס לענף ולאורך זמן, בין היתר, בשל רכישת קרקעות במחירים נמוכים ביחס למתחרים ובשל חיסכון בעלויות הנובע מהיכולות הקבלניות של החברה. אף על פי כן, שיעור הרווח הגולמי ממכירת דירות צפוי לרדת לטווח של 20%-25% בשנים הקרובות, זאת לצד גידול בהיקף הרווח ושמירה על רווחיות תפעולית גבוהה; בהיקף וקצב מכירות סביר ויציב לאורך זמן, אף על פי שהחברה לא נוהגת לבצע מכירות משמעותיות בטרם התחלת הבנייה; בפרופיל העסקי בולט לטובה, בין היתר, בשל היקף הפעילות המשמעותי הנובע הן ממלאי ניכר של פרויקטים בביצוע והן מצבר קרקעות משמעותי (המקטין את הצורך בהקצאת הון משמעותית לרכישת קרקעות נוספות). הפרופיל העסקי מאופיין אף בפיזור נרחב בין הפרויקטים השונים, באופן המקטין את התלות בכל אחד מהפרויקטים. היקף הרכישות של החברה משנת 2010 ועד היום הביא לצבר מספק למספר רב של שנים. על אף היקף הצבר הנוכחי, החברה ממשיכה לרכוש קרקעות בהתאם להזדמנויות העסקיות ואסטרטגיית ההתפתחות; בגידול בהיקף ההון העצמי ושיפור ביחסי האיתנות וזאת בהתאם למתווה שהוצג למידרוג. להערכת מידרוג, תיתכן שחיקה לא מהותית ביחסי האיתנות ברבעונים הקרובים. אולם, ככל שלא יבוצעו רכישות מסיביות של קרקעות נוספות ולא יהיו שינויים מהותיים נוספים בפעילות החברה, רמות המינוף צפויות להיות דומות בטווח הבינוני.

מנגד, הדירוג לוקח בחשבון את הגדלת החשיפה לשינויים בענף הבנייה (ככל שהיו), זאת לאור קצב המסירות הגבוה והתחלת בנייתם של פרויקטים בהיקף משמעותי בתקופה האחרונה, כאשר לחברה מלאי משמעותי בביצוע שטרם נמכר. אף על פי כן, קצב המכירות בתקופה האחרונה והיקף המכירות ביחס לשיעור ההשלמה הינם סבירים; הדירוג משקלל חשיפה למצב שוק הנדל"ן ברומניה וצ'כיה, בעקבות השקעה ברכישת מספר קרקעות במדינות אלו, הרשומות



בספרי החברה בשווי של כ- 140 מיליון ₪ (שווי נטו מחוב של כ-95 מיליון ₪); בנוסף, נלקחת בחשבון השפעתו הניכרת של בעל השליטה, מר יגאל דמרי, על התפתחות החברה באופן שנוצרת תלות בכישוריו וניסיונו.

יצוין, כי בתקופה האחרונה הממשלה הציגה רפורמות המצויות בתהליכי חקיקה שונים בנוגע לענף. בין היתר, נתקבלה החלטה להעלאת מס הרכישה לרוכשי דירות להשקעה. מצד אחד, חקיקה זו תרמה לגידול בקצב המכירות בחודשים מאי ויוני, בשל רצונם של חלק מהמשקיעים לרכוש דירה בשיעורי המס שחלו טרם השינוי. מצד שני, טרם ניתן לבחון כיצד הרפורמה תשפיע על הענף בהמשך. להערכת מידרוג, עד להטמעת שינויים בענף, הנובעים מהגדלת היצע יח"ד או מקיטון בביקוש ארוך הטווח ליח"ד, לרבות העלאה משמעותית של הריבית, בשלב זה לא חל שינוי במגמות בענף.

### פירוט גורמי מפתח

**פרופיל עסקי בולט לטובה בשל היקף ופיזור יח"ד בביצוע לאורך זמן, שיעורי רווחיות גבוהים וקצב מכירות סביר; בהתאם לצפי מידרוג בדירוג הקודם, חל גידול בתזרים הפרמננטי ובהון העצמי לאור הצמיחה בהיקף המסירות**

נכון ליום 31.03.2015, היקף יח"ד בבניה עמד על כ- 1,250 יח"ד בפרויקטים בנתניה, מודיעין, באר שבע, אשדוד, בני עיש, חריש, נתיבות וירושלים. היקף זה מהווה ירידה לעומת הרבעונים הקודמים ומועד הדירוג הקודם (כ- 1,600 יח"ד) וזאת בשל היקף מסירות גבוה של דירות החל מהרבעונים האחרונים של שנת 2014. לחברה מעל 870 יח"ד נוספות אשר בנייתן החלה ו/או צפויה להתחיל עד לסוף שנת 2015, כך שהיקף הביצוע צפוי לחזור לקדמותו ולהערכת החברה אף מעבר לכך. בשנים 2013, 2014 ובמחצית הראשונה של שנת 2015 החברה מכרה 511 וכ- 286 יח"ד בהתאמה. יתרה מכך, מאז אוקטובר 2014 חלה עלייה משמעותית בהיקף המכירות החודשי במונחי יח"ד והיקף כספי. בהמשך לכך, נכון ליום 30.06.15 כ-96% וכ-49% מהדירות הצפויות להימסר בשנים 2015, 2016 בהתאמה, כבר נמכרו. בהתאם לאמור, החברה צפויה להמשיך ולייצר תזרים משמעותי לשירות החוב, אם כי להערכת מידרוג, בשנת 2016 תחול ירידה בהיקף המסירות של דירות ביחס לשנים 2014-2015. יצוין, כי החברה נוהגת לממש קרקעות מפעם לפעם, באופן אשר תורם לתזרים ולרווחיות. כך לדוגמה, בשנה שעברה החברה מימשה קרקע בהיקף של כ-117 מיליון ₪, שהניבה לה רווח של 74 מיליון ₪. לאור האמור, החברה צפויה לייצר תזרים משמעותי לשירות החוב גם בטווח הקצר-בינוני.

הרווחיות הגולמית ממכירת דירות, לאורך השנים האחרונות, בולטת לחיוב ביחס לענף ועומדת על 25%-30% במוצע (למעט שיעור הרווח ברבעון הראשון של 2015 אשר היה נמוך יותר ונובע בין היתר מתמהיל הדירות שנמסרו). הרווחיות הגבוהה נובעת מעליית מחירי הדירות בישראל, אך גם מהיעילות התפעולית הטובה, היות והחברה משמשת גם כקבלן מבצע לפרויקטים שלה. לאור הגידול בהיקפי הפעילות ביחס לרכיב קבוע יחסית של חלק מהוצאות התקורה, הרווחיות התפעולית והיקף הרווח מצויים במגמת שיפור. מידרוג מציינת לחיוב כי בנוסף לרכישת קרקעות לטווח ארוך והשבחתן, החברה הפיקה רווחיות סבירה של כ-15%-19% מרכישת חטיבות קרקע קטנות יותר, הזמינות לבנייה, באופן המייצר תשואה מהירה על ההון.



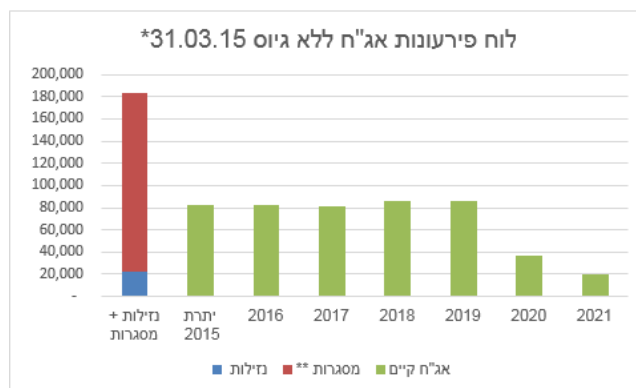
## עתודות קרקע נרחבות מצמצמות את התלות ברכישת קרקעות במחירי שיא ומסייעות לשמור על היקף הפעילות הנוכחי לאורך זמן

לחברה עתודות קרקע נרחבות, המאפשרות לה לשמור על היקף הפעילות הנוכחי לאורך זמן ומקטינות את התלות ברכישת קרקעות במחירי השוק הנוכחיים. עתודות הקרקע כוללות מעל 870 יח"ד שבנייתן צפויה להתחיל בשנה הקרובה, כ- 4,000 יח"ד עם תב"ע קיימת ומעל 3,400 יח"ד אשר מצויות בהליכי תכנון שונים. בנוסף, לחברה עתודות קרקע לשטחי מסחר, משרדים ודוור מוגן אשר חלקן מצויות בבנייה, על חלקן תיתכן התחלת בנייה בייעוד הקיים ועל חלקן החברה תפעל לשינוי הייעוד לבנייה למגורים. היקף קרקעות זה בולט לחיוב ביחס לחברות הפועלות בענף, זאת גם מכיוון שחלק מהקרקעות נרכשו במחירים נמוכים ממחירי השוק הנוכחי. הצבר משפר את יכולתה של החברה להמשיך ולהציג היקף ושיעור רווחיות גבוהים גם בעתיד. יצוין, כי החברה מקדמת גם מספר פרויקטים בתחום הפינני- בינוי בהיקפים ניכרים, אך בשל אופיים של פרויקטים אלו, בשלב זה מידרוג אינה מתחשבת בהם במסגרת שיקולי הדירוג. אף על פי שהחברה אינה נדרשת לרכוש קרקעות לצורך שמירת היקף הפעילות הנוכחי בשנים הקרובות, היא ממשיכה לפעול ולהגדיל את צבר הקרקעות. כך למשל, בשנת 2015 עד כה נרכשו קרקעות לבניית כ- 640 יח"ד בסכום כולל של כ-145 מיליון ₪. הרכישות ממשיכות להתמקד בליבת הפעילות של החברה - דירות בטווח מחירים של 800-1,500 אלפי ₪, כאשר כמחצית מיח"ד בבעלות (כולל פרויקטים בביצוע ועתודות) ממוקמות דרומית לגדרה. בנוסף, החברה נוהגת לרכוש קרקעות בהיקפים משמעותיים בערים בהן היא פעילה לצורך חיזוק המיתוג ויצירת סינרגיה תפעולית.

## נזילות ומסגרות אשראי חתומות לא מנוצלות בהיקף משמעותי ביחס ללוח הסילוקין; בשל איכות והיקף מקורות התזרים הכוללים רווח והחזר הון עצמי בגין הפרויקטים בביצוע והפרויקטים שהסתיימו לחברה מקורות טובים לשירות החוב

נכון ליום 31.03.2015, לחברה יתרת נזילות של כ- 22 מיליון ₪ (בנטרול מזומנים מוגבלים בחשבונות ליווי בנקאי בהיקף של כ- 51 מיליון ש"ח). בנוסף, לחברה מסגרות אשראי לא מנוצלות בהיקף משמעותי של כ- 160 מיליון ש"ח. חלויות קרן האג"ח עומדות על כ- 83 מיליון ₪ (נפרעו ביוני 2015) וכ-85-80 מיליון ₪ לשנה בשנים 2016-2019. בנוסף, הלוואות בנקאיות והלוואות ליווי בנייה צפויות להיפרע בהתאם לקצב המקדמות מהרוכשים ולעיתים ממימוש הקרקעות עצמן.

החברה מתכוונת לשרת את התחייבויותיה, בין היתר, מיתרת הנזילות, ממסגרות האשראי הלא מנוצלות ומפעילותה השוטפת, אשר כאמור צפויה לייצר תזרים משמעותי כבר בטווח הקצר, כמו גם מכירת קרקעות אפשרית (ראו לעיל). בנוסף, לחברה גמישות פיננסית מסוימת בשל הנכסים הלא משועבדים. אולם, מכיוון שמרבית נכסים אלו הינם קרקעות, מידרוג רואה בהם כמייצגים גמישות פיננסית פחותה.



\* בחודש יוני החברה ביצעה את הפירעון לשנת 2015 בהיקף של כ-83 מיליון ש"ח

\*\* בהתאם לנתוני החברה היקף המסגרות הלא מנוצלות גדל לאחר תאריך המאזן

### חשיפת החברה לשוק הנדל"ן ברומניה וצ'כיה

לחברה מספר קרקעות ברומניה וצ'כיה, בשווי כולל בספרים של כ-140 מיליון ש"ח, כאשר כנגד נכסים אלו ישנן הלוואות בסך של כ-45 מיליון ש"ח. אולם, לאור אי הוודאות לגבי רמת הביקושים השוררת במדינות הנ"ל ולאור התאוששותן האיטית מהמשבר הפיננסי הגלובלי, מידרוג התחשבה בתרחיש של ירידת ערך בגין מלאי המקרקעין הנ"ל. אף על פי כן, יצוין כי להערכת החברה, מכיוון שחלק מהקרקעות בבעלותה מיועדות לבניית דירות במישוב זול יחסית, ולאור התעוררות מסוימת שהיא מזהה בביקוש לדירות אלו, היא מצויה בשלב מתקדם של בניית השלד בבניין אחד מתוך הפרויקטים הנ"ל ונערכת לקראת תחילת השיווק בפרויקט. החברה צופה כי בשל המחיר הנמוך של הקרקע ועלויות הבנייה הנמוכות יחסית, הפרויקט צפוי להפיק רווח בשיעור של כ-16%.

**י.ח. דמרי בניה ופיתוח בע"מ - יחסים פיננסיים עיקריים (אלפי ₪) דוח מאוחד :**

אלפי ₪	31.12.12	31.12.13	31.03.14	31.12.2014	31.03.2015
<b>הכנסות</b>	<b>427,338</b>	<b>523,527</b>	<b>198,314</b>	<b>870,712</b>	<b>448,221</b>
עלות הכנסות	279,949	377,432	148,765	598,764	366,045
<b>רווח נולסי</b>	<b>147,389</b>	<b>146,095</b>	<b>49,549</b>	<b>271,948</b>	<b>82,176</b>
<b>% רווח נולסי מסכירת דירות</b>	<b>34.5%</b>	<b>29.5%</b>	<b>25.0%</b>	<b>26.3%</b>	<b>18.3%</b>
EBITDA	108,453	106,532	39,504	231,520	72,726
רווח נקי	60,905	52,988	22,905	146,690	46,790
חוב פיננסי	1,269,856	1,247,777	1,274,004	1,366,344	1,361,010
יתרת נזילות	21,235	22,611	41,395	14,684	22,803
<b>חוב פיננסי נטו</b>	<b>1,248,621</b>	<b>1,225,166</b>	<b>1,232,609</b>	<b>1,351,660</b>	<b>1,338,207</b>
CAP	1,782,561	1,786,190	1,816,201	2,043,428	2,064,829
CAP נטו	1,761,326	1,763,579	1,774,806	2,028,744	2,042,026
הון עצמי וזכויות מיעוט	512,705	538,413	542,197	677,084	703,819
מקדמות מרוכשי דירות	576,215	849,559	828,426	745,369	494,510
סך מאזן בניכוי מקדמות מלקוחות	1,984,723	1,959,609	2,022,403	2,267,780	2,320,223
חוב פיננסי / CAP	71.2%	69.9%	70.1%	66.9%	65.9%
חוב פיננסי נטו / CAP נטו	70.9%	69.5%	69.5%	66.6%	65.5%
הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן בניכוי מקדמות	25.8%	27.5%	26.8%	29.9%	30.3%
<b>FFO</b>	<b>15,492</b>	<b>-8,685</b>	<b>25,442</b>	<b>165,675</b>	<b>42,520</b>
חוב פיננסי ל-FFO בנילום שנתי	82.0	שלילי	12.5	8.2	8.0
חוב פיננסי נטו ל-FFO בנילום שנתי	80.6	שלילי	12.1	8.2	7.9
חוב פיננסי נטו ל-EBITDA בנילום שנתי	11.5	11.5	7.8	5.8	4.6
EBITDA לתשלומי ריבית, נטו	1.5	1.9	4.2	4.5	10.5

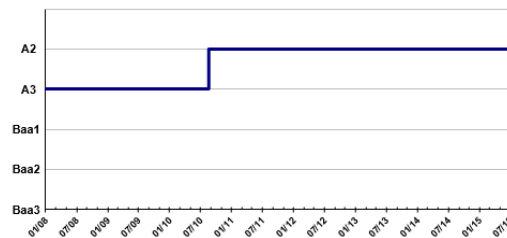
**אופק הדירוג**

**גורמים העשויים לשפר את הדירוג ואת אופק הדירוג**

- שיפור משמעותי ביחסי האיתנות לצד המשך גידול בהיקף ההון העצמי
- שמירה על היקף ופיזור הפעילות וכן גידול בהיקף התזרים הפרמננטי

**גורמים העלולים לפגוע בדירוג ובאופק הדירוג**

- האטה ניכרת ומתמשכת במכירת דירות ו/או ירידה במחירי הנדל"ן באזורים בהם פועלת החברה
- אי עמידה בתחזיות החברה לשמירה, לאורך זמן, על רמות המינוף וחלוקת דיבידנדים בסכומים מהותיים אשר יפגעו באיתנות הפיננסית
- עליה בסיכון העסקי, עקב מדיניות השקעות לא שמרנית, לרבות רכישות שאינן בתחומי הליבה של החברה



פרופיל החברה

חברת יח דמרי בניה ופיתוח בע"מ פועלת בעיקר בתחום הייזום, פיתוח, תכנון, הקמה ושיווק של יחידות דיור בארץ. החברה התאגדה כחברה פרטית בשנת 1989 ובחודש מאי 2004 הונפקו מניותיה למסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב. החברה נמצאת בשליטה מר יגאל דמרי, באמצעות חברות שבאחזקתו.

מחקרים מתודולוגיים

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

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

[ניתוח חברות נדל"ן למגורים - דוח מתודולוגי](#) - ינואר 2012

[חברות נדל"ן ייזום למגורים בישראל - sector comment](#), מאי 2015.

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

דוח קודם: יולי 2014

תאריך דוח: 29 ביולי 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 בציוד, 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.



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

דירוגי מידרוג ו/או פרסומיה הנם בגדר חוות דעת סובייקטיביות, הנכונים למועד פרסומם, 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 סיכוני 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 סיכוני 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 לגבי 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.

מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין, למעט אם נקבעה אחריותם במפורש על פי דין, 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 שהחוק לא 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 נכון למועד עריכתו, והוא 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>. כמו כן, ניתן לפנות לאתר לשם קבלת מידע נוסף על נהלי מידרוג ו/או על עבודת ועדת הדירוג שלה.