



# קבוצת א. דורי בע"מ

פעולת דירוג - ינואר 2016

1

אנשי קשר:

אנה אייזנברג בן לולו - אנליסטית

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

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)

## קבוצת א. דורי בע"מ

| דירוג ISSUE ודירוג ISSUER | דירוג: Baa3.il | Credit Review עם השלכות שליליות |
|---------------------------|----------------|---------------------------------|
|---------------------------|----------------|---------------------------------|

מידרוג מודיעה על הורדת דירוג לסדרות אג"ח ו' ו-ז' שבמחזור, אותן הנפיקה קבוצת א. דורי בע"מ (להלן: "החברה") מדירוג A3.il לדירוג Baa3.il תוך הותרת הדירוג בבחינת דירוג (Credit Review) עם השלכות שליליות. כמו כן, מידרוג מאשרת דירוג זהה להנפקת אג"ח על ידי הנפקת סדרות חדשות ו/או הרחבת סדרות קיימות, ככל שתבוצע על-ידי החברה, בסכום של עד 150 מיליון ש"ל ע.ב. אשר ישמשו לפירעון חוב ולפעילות השוטפת של החברה.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה כמתואר בדיווחה של החברה אודות הגשת טיטת תשקיף ראשונה לרשות ניירות ערך, ובהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 14/01/2016 למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן, בהתאם למבנה ההנפקה, ככל שתבוצע.

להלן פירוט האג"ח שבמחזור של החברה ליום 30.09.2015:

| סדרת אג"ח | ספר ני"ע | מועד הנפקה | יתרה בספרים ליום 30.09.2015 | שיעור ריבית שנתית | הצמדה | שנות פירעון האג"ח |
|-----------|----------|------------|-----------------------------|-------------------|-------|-------------------|
| אג"ח ו'   | 4730123  | יוני-10    | 202,626                     | 6.80%             | מדד   | 2015-2019         |
| אג"ח ז'   | 4730149  | אוק-13     | 107,226                     | 2.90%             | מדד   | 2016-2021         |
| סה"כ      |          |            | 309,852                     |                   |       |                   |

\*לאחר תאריך המאזן החברה פרעה כ- 22 מיליון ש"ח מאג"ח ו'.

דירוג החברה והורדת הדירוג נובעים, בין היתר, מהמשך שחיקה בפרופיל העסקי והפיננסי של החברה. שחיקה זו נובעת, בין היתר, מסטייה מהותית באומדני פרויקטים של חברת הבת א. דורי בניה בע"מ (להלן "דורי בניה") ברבעון השני של שנת 2014 אשר הובילה להפסדים משמעותיים, לשחיקה ביחסים הפיננסיים ובצרכי נזילות גבוהים של דורי בניה. יש לציין, כי ממועד הדירוג האחרון דורי בניה הראתה הפסדים נוספים בסכום מצטבר, נכון ליום 30.09.2015, בסך של כ- 180 מיליון ש"ח. נכון ליום 30.09.2015, הונה העצמי כולל זכויות מיעוט של החברה עומד על כ- 284 מיליון ש"ח. יחסי האיתנות של החברה, נכון למועד הדו"ח, טובים והולמים את רמת הדירוג. אולם, קיימת אי וודאות בנוגע לחשיפות תזרימיות והוניות נוספות שיכולות לנבוע מהרעה נוספת במצבה של דורי בניה, ככל שתהיה, הן בגין הפעילות השוטפת והן כתוצאה מתביעות משפטיות ואירועים אחרים (לרבות תביעה משפטית בגין פרויקט דוראד) אשר עשויים לשחוק את יחסי האיתנות של החברה ואת היקף ההון העצמי. בנוסף, להערכת מידרוג, הסבירות לתמיכה תזרימית ו/או הונית מקבוצת גזית גלוב ירדה משמעותית ביחס למועד הדירוג הקודם, אשר למעשה עד למועד דוח זה, מימנה את צרכי הנזילות של דורי בניה. החל מחודש ספטמבר 2014 גזית ישראל תמכה בחברה הן באמצעות הזרמות הון והן באמצעות העמדת קווי אשראי (שהומרו לשטרי הון) בסכום כולל של כ- 625 מיליון ש"ח (לא כולל את מסגרת האשראי הנוספת שהועמדה לחברה בנובמבר 2015 בסך 120 מיליון ש"ח); דירוג החברה נתמך במגוון הפעילויות של החברה, ביניהן, פעילות החברה בתחום הייזום למגורים בישראל, תחום ייזום למגורים בפולין באמצעות החזקה בחברת Ronson Europe N.V. (להלן: "רונסון"), החזקה בדוראד אנרגיה בע"מ (להלן "דוראד") ופעילותה בתחום הביצוע למגורים באמצעות חברת הבת דורי בניה ועוד. בהתייחס למגוון המקורות של החברה תזרים צפוי מהפרויקטים בייזום בישראל והאחזקות בחברות רונסון ובפרויקט דוראד ולמסגרת האשראי בסך 120 מיליון ש"ח שניתנה ע"י

קבוצת גזית, להערכת מידרוג, בהנחה כי החברה לא תידרש לפירעון מוקדם של חובותיה ביחס ללוח הסילוקין הנוכחי, לחברה (סולו) נזילות מספקת לשירות החוב (אף על פי שחלק ניכר ממקורות החברה כוללים מסגרות אשראי לזמן קצר אשר מתחדשות מתקופה לתקופה). אולם, מכיוון שבשנים האחרונות לא בוצעו רכישות של קרקעות לייזום (למעט קידום זכויות קיימות בפרויקטים בתחום הפיני בינו ועסקאות קומבינציה), התדרדרות פעילות דורי בנייה וירידה בסבירות לתמיכה נוספת מקבוצת גזית, ישנה הרעה משמעותית בנראות היקף ומבנה הפעילות העתידית של החברה. ככל שתחול התייבות של אסטרטגיית הפעילות לאורך זמן, לצד שיפור במיצוב העסקי ותוך שמירה על פרמטרים פיננסיים ההולמים את הדירוג, האמור עשוי להשפיע לחיוב על הדירוג.

**הכנסת דירוג החברה ל-Credit Review עם השלכות שליליות נובעת,** בין היתר, מאי הוודאות בנוגע למצבה של דורי בניה, לרבות היקף החשיפות התזרימיות וההוניות של דורי בנייה על החברה והשפעתן על מתווה פעילות החברה לאורך זמן. בשנת 2014 ההפסד הגולמי של החברה (מאוחד) הסתכם לכ-299 מיליון ש"ח מתוכו 280 מיליון ש"ח מביצוע עבודות בניה וניהולן ובשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2015 ההפסד הגולמי הסתכם לכ-80 מיליון ש"ח, מתוכו הפסד גולמי של כ-72 מיליון ש"ח מביצוע עבודות בנייה. התדרדרות נוספת בפעילותה של דורי בניה עלולה להביא להורדת דירוג. בנוסף, כפי שצוין לעיל, להערכת מידרוג הסבירות לתמיכה תזרימית ו/או הונית מצד קבוצת גזית יחד עם התדרדרות נוספת בדורי בניה עשויים להשפיע על היקף ההון העצמי של החברה ולהשליך על יכולת החברה לעמוד באמות המידה הפיננסיות שיש לה כלפי מחזיקי האג"ח וגופים ממנים אחרים.

#### פירוט גורמי מפתח בדירוג

**השחיקה בפעילות העסקית ובנתונים הפיננסיים של דורי בניה משליכים לשלילה על פרופיל הסיכון; מנגד, חברת האם גזית ישראל תמכה בחברה בדרך של הזרמות הון והלוואות בעלים.**

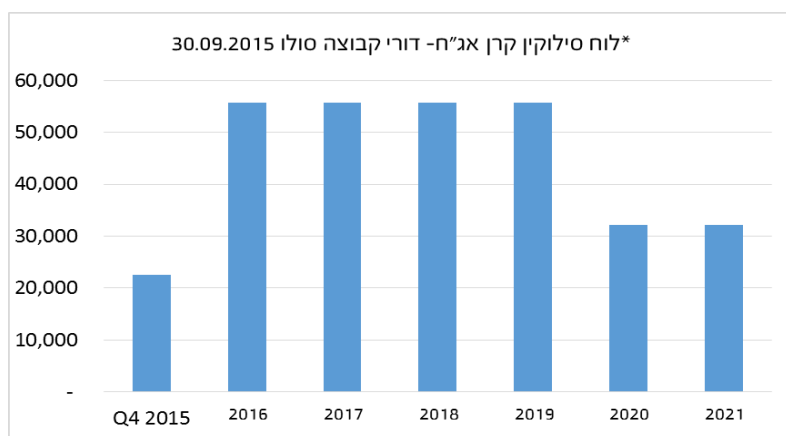
החל מחודש יולי 2014, החברה נמצאת תחת בחינת דירוג (Credit Review) וזאת, בין היתר, בעקבות השחיקה בפרופיל העסקי והפיננסי של דורי בניה, הנובעת מסטייה מהותית באומדנים בנוגע לצבר הפרויקטים שלה בביצוע אשר התגלתה ברבעון השני של שנת 2014 אשר השפיעה לשלילה באופן מהותי גם על ההון העצמי של החברה.

כתוצאה מכך, חל שינוי מהותי בתזרים, ברווח וביחסי האיתנות הצפויים של דורי בניה, ובהתאמה של החברה, לעומת המידע שהוצג למידרוג בעבר. זאת- על רקע הרעה תפעולית שחלה בדורי בניה אשר כוללת, בין היתר, תחלופה גבוהה בכוח אדם בכלל הדרגים החל ממנהלי עבודה ועד למנכ"ל, מוסר תשלומים נמוך לקבלני המשנה (אשר גרם להאטות ואף נטישת קבלני משנה במספר פרויקטים), כשלים שונים בתחום הבקרה התקציבית ובעיקר העדר בקרה תקציבית ראויה בשלבי סיום של פרויקטים, תמחור בחסר של פרויקטים, הכרה בהכנסה בסכומים גבוהים מהמותר על פי התקינה החשבונאית ועוד. כל זאת בהתאם לדו"ח בדיקה על ידי בודק חיצוני ביחס לסטייה מאומדני פרויקטים ומסקנות דורי בניה אשר פורסם על ידי החברה ביום 12.03.2015. בנוסף, ממועד הדירוג הקודם דורי בניה הפסידה סכומים נוספים, אשר בין היתר נובעים מעיכובים במסירת הפרויקטים, קנסות ועוד. מנגד, בחודש יוני 2015, כפי שצוין לעיל, כלל מסגרות האשראי והלוואות הבעלים שהוענקו לחברה על ידי גזית ישראל הומרו לשטרי הון צמיתים אשר הביאו לשיפור בהיקף ההון העצמי וביחסי האיתנות. נכון ליום 30.09.2015, היקף ההון העצמי כולל זכויות מיעוט של החברה עומד על כ-284 מיליון ש"ח, יחס החוב ל-CAP עומד על כ-66% ויחס הון למאזן בניכוי מקדמות על כ-22%. להערכת מידרוג יחסי האיתנות של החברה טובים ביחס לרמת הדירוג, אולם, קיים חשש לשחיקה נוספת בהון העצמי וגידול בצורכי המזומנים של דורי בניה, בין היתר, על רקע תביעה משפטית בגין פרויקט דוראד,

עיקוב נוסף בהשלמת מספר פרויקטים נוספים בדורי בניה ותביעות משפטיות נוספות כנגדה אשר עשויים להשפיע לשלילה על יחסי האיתנות והיקף ההון העצמי. כמו כן, כפי שצוין לעיל, להערכת מידרוג, הסבירות לתמיכה תזרימית ו/או הונית מקבוצת גזית גלוב ירדה משמעותית ביחס למועד הדירוג הקודם. הנ"ל, יחד עם התדרדרות נוספת בדורי בניה עשויים להשפיע על היקף ההון העצמי של החברה ולהשליך על יכולת החברה לעמוד באמות המידה הפיננסיות שיש לה כלפי מחזיקי האג"ח וגופים ממנים אחרים.

**נכון למועד הדוח לחברה תזרים ונזילות התואמים את שירות החוב בטווח הקצר והבינוני; מנגד, נזילות החברה ויכולתה להמשיך לתמוך בדורי בניה נשענת על המשך תמיכה מקבוצת גזית והצלחת החברה בהגדלת מלאי הקרקעות שימשו את הטווח הארוך**

נכון ליום 30.09.2015, לחברה מזומנים ומסגרות אשראי לא מנוצלות של כ- 58 מיליון ₪ (סולו, יש לציין כי החברה עובדת עם מסגרות אשראי אשר לרוב חתומות לזמן קצר ומתחדשות מעת לעת). מנגד, סכומי פירעון קרן האג"ח ברבעון רביעי של 2015 ובשנת 2016 עומדים על כ-22 מיליון ו-55 מיליון בהתאמה. כמו כן, לחברה מספר פרויקטים בביצוע אשר צפויים להניב תזרים חיובי לחברה בשנים 2015-2018, ביניהם, פרויקטי החברה בנס ציונה, גני תקווה, תל אביב וקרקע בפתח תקווה. בחלק מהפרויקטים קיימת נראות תזרים גבוהה כבר בטווח הקצר, ביניהם, פרויקט החברה בנס ציונה אשר שיעור המכירות בו נכון ליום 30.09.2015 עומד על כ- 98% וצפוי להניב תזרים משמעותי כבר בשנת 2016. על פי תחזיות החברה התזרים הצפוי מהפרויקטים בביצוע וממימושים בשנת 2016 עומד על כ-98 מיליון ש"ח. לחברה היקף פרויקטים בביצוע וצבר קרקעות אשר תומך בהיקף פעילות מספק בטווח הקצר והבינוני, אולם, כפי שצוין לעיל, ללא השקעה ברכישת קרקעות נוספות בטווח הקצר-בינוני החברה לא תוכל לשמור על היקף הפעילות הנוכחי במגזר. כמו כן, לחברה מקורות תזרימיים אפשריים/פוטנציאליים נוספים ביניהם, דיבידנדים מרונסון ותזרים מפרויקט דוראד. מנגד, אי הוודאות בנוגע לצרכים התזרימיים העתידיים של דורי בניה, בין היתר, על רקע תביעה משפטית בגין פרויקט דוראד, תורמים לפרופיל הסיכון של החברה. תזרים ונזילות החברה נשענים במידה מסוימת על תמיכתה של קבוצת גזית בטווח הקצר והבינוני. יש לציין, כי בשנים האחרונות החברה הקטינה את היקף החוב הכולל שלה כך שנכון ליום 30.09.2015 היקף החוב בחברה עומד על כ-486 מיליון ₪ וזאת לעומת 602 מיליון ש"ח נכון ליום 31.12.2014. כמו כן, החברה הקטינה את היקף האג"ח מהיקף של כ-480 מיליון ביום 31.12.2014 לכ-310 מיליון ש"ח נכון ליום 30.09.2015 (ברמת המאוחד). חלק מהירידה בהיקף האג"ח ובהיקף החוב של החברה נובעת מפירעון מוקדם של האג"ח בדורי בניה בסך של כ-70 מיליון ש"ח.



\*בחודש דצמבר 2015 החברה פרעה כ- 22 מיליון מאג"ח ו'

קבוצת א. דורי בע"מ - יחסים פיננסיים עיקריים לתאריך 30.09.2015 (אלפי ₪)

| 31.12.2012 | 31.12.2013 | 30.09.2014 | 31.12.2014 | 30.09.2015 | נתונים פיננסיים עיקריים אלפי ₪ |
|------------|------------|------------|------------|------------|--------------------------------|
| 1,760,016  | 1,564,124  | 1,006,594  | 1,355,041  | 948,130    | סך הכנסות                      |
| 96,200     | -22,727    | -263,355   | -298,542   | -79,990    | רווח גולמי                     |
| 41,723     | -75,676    | -306,042   | -356,603   | -123,593   | EBITDA                         |
| 2,044      | -107,081   | -337,935   | -424,168   | -152,155   | רווח נקי                       |
| 508,100    | 668,327    | 619,716    | 601,847    | 485,782    | חוב פיננסי                     |
| 104,501    | 122,713    | 142,476    | 102,677    | 92,536     | נזילות                         |
| 403,599    | 545,614    | 477,240    | 499,170    | 393,246    | חוב פיננסי נטו                 |
| 809,928    | 877,854    | 863,539    | 777,834    | 728,982    | CAP                            |
| 705,427    | 755,141    | 721,063    | 675,157    | 636,446    | CAP נטו                        |
| 338,444    | 247,381    | 277,728    | 210,254    | 283,903    | הון עצמי וזכויות מיעוט         |
| 1,507,820  | 1,635,871  | 1,547,405  | 1,440,680  | 1,316,729  | סך מאזן בניכוי מקדמות          |
| 62.7%      | 76.1%      | 71.8%      | 77.4%      | 66.6%      | חוב ל - CAP                    |
| 57.2%      | 72.3%      | 66.2%      | 73.9%      | 61.8%      | חוב נטו ל - CAP נטו            |
| 22.4%      | 15.1%      | 17.9%      | 14.6%      | 21.6%      | הון עצמי למאזן בניכוי מקדמות   |
| -12,467    | -131,529   | -337,211   | -365,269   | -150,526   | FFO                            |
| 9.7        | שלילי      | שלילי      | שלילי      | שלילי      | חוב נטו ל-EBITDA               |
| שלילי      | שלילי      | שלילי      | שלילי      | שלילי      | חוב ל-FFO בגילום שנתי          |
| שלילי      | שלילי      | שלילי      | שלילי      | שלילי      | חוב נטו ל - FFO בגילום שנתי    |

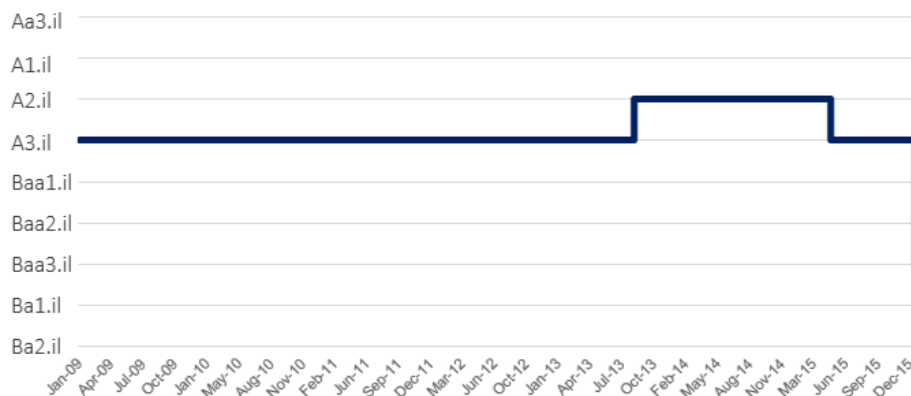
## אופק הדירוג

### גורמים העשויים לשפר את הדירוג ואופק הדירוג

- שיפור במיצוב העסקי של הקבוצה לרבות בחברת דורי בניה
- שיפור ביחסי כסיו לאורך זמן תוך חיזוק משמעותי של ההון העצמי

### גורמים העלולים לפגוע בדירוג

- אי שמירה על תזרים יציב מפעילות לשירות החוב
- שחיקה משמעותית ביחסי האיתנות
- מכירת השליטה בחברה ע"י קבוצת גזית



#### אודות החברה

קבוצת א. דורי בע"מ התאגדה בשנת 1961. החל מאפריל 2011 נמצאת בשליטת קבוצת גזית (החל מספטמבר 2007 ועד אפריל 2011, נמצאה בשליטה משותפת של קבוצת אורי דורי וגזית גלוב בע"מ). החברה עוסקת, בעצמה ובאמצעות חברות בנות ותאגידים בשליטתן, בניהול וביצוע של פרויקטים קבלניים ובייזום, פיתוח, הקמה ומכירה של פרויקטים, בעיקר בתחום הנדל"ן בישראל ובפולין. החברה הינה שותפה בתחנת כוח פרטית לייצור חשמל, בהספק של כ-800 מגה וואט, באזור אשקלון, באמצעות החזקה בשרשור של כ-11.25% מהון המניות של דוראד אנרגיה בע"מ.

#### דוחות מתודולוגיים:

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

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

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

תאריך דוח: 14 בינואר 2016

דוח קודם: 27 ביולי 2015

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

\* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד שהתקבל ממחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים מפעילות שוטפת.

|        |                                                                                                                                                                          |
|--------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Aaa.il | מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.                                               |
| Aa.il  | מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.                                                   |
| A.il   | מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.                                                        |
| Baa.il | מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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.

בנוסף, האינדיקטור (hyb) יתווסף לכל הדירוגים של מכשירים היברידיים המונפקים על ידי בנקים ומבטחים. בהתאם לתנאיהם מכשירים היברידיים מאפשרים שמיטה של תשלומי דיבידנד, ריבית או קרן, אשר עשויים לגרום לחוב להפוך לפגום<sup>1</sup>, בקרות שמיטה כזו. מכשירים היברידיים עשויים להיות כפופים למחיקות של קרן בהתאם לתנאיהם. הדירוג לזמן ארוך יחד עם האינדיקטור (hyb) משקף את סיכון האשראי היחסי של ההתחייבות.

<sup>1</sup> להגדרת חוב פגום הנכם מוזמנים בחוברת סולמות דירוג והגדרות דירוג באתר מידרוג.

© כל הזכויות שמורות לחב' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

למידרוג יש זכויות יוצרים באתר זה ובמסמכים המופיעים בו, 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 ולסיכונים 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 סיכונים 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 סיכונים 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 הדיון החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר. 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 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 לגביו 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 הדיון, 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 עובדות ועדת הדירוג שלה.