



# ישרס חברה להשקעות בע"מ

פעולת דירוג | אפריל 2012

1

**מחבר:**

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

**אנשי קשר:**

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

אביטל בר דיין, סמנכ"ל בכירה  
[bardayan@midroog.co.il](mailto:bardayan@midroog.co.il)

## ישרם חברה להשקעות בע"מ

אופק דירוג: יציב	A2	דירוג סדרות (Issue)
------------------	----	---------------------

**מידרוג מודיעה על העלאת הדירוג מדירוג A3 לדירוג A2 לסדרות האג"ח ה', ו', ז' ו-ח' שבמחזור, אותן הנפיקה חברת ישרם חברה להשקעות בע"מ (להלן: "ישרם" או "החברה") וקביעת אופק דירוג יציב. כמו כן, מאשרת מידרוג דירוג זהה להנפקת סדרה חדשה ו/או הרחבת סדרה קיימת, בסכום של עד כ-300 מיליון ₪ ע.ג., כ-182 מיליון ₪ מתוכם ישמשו לפירעון קרן אג"ח בשנת 2012 והיתרה לצורך פעילותה השוטפת.**

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 16.04.2012. למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן, בהתאם למבנה ההנפקה, ככל שתבוצע. רק לאחר שיומצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דו"ח הדירוג

להלן פירוט סדרת האג"ח במחזור שנכללות בדירוג:

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד ההנפקה המקורית	ריבית שנתית (נקובה %)	תנאי הצמידה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 31.12.11*	יתרת שנות פירעון קרן האג"ח
ה'	6130082	מאי-05	4.35%	מדד	244,797	2012-2014
ו'	6130124	אפר-11	4.80%	מדד	62,453	2014-2017
ז'	6130132	אפר-11	מק"מ שנת+ 3.1%	מק"מ שנתי	128,834	2013-2015
ח'	6130140	דצמ-11	4.85%	מדד	76,398	2012

512,482

סה"כ

\* בנטרול רכישות עצמיות בגובה של כ-12 מיליון ₪ ע.ג. אג"ח ה' ו-ז'

**העלאת הדירוג נתמכת**, בין היתר, בשיפור בפעילות הליבה של החברה, תוך שמירה על אסטרטגיה ממוקדת בתחומי הפעילות. האמור בא לידי ביטוי, בין היתר, במצבת הנכסים המניבים, המצויה בצמיחה משמעותית מזה מספר שנים, בשיפור ב-NOI הצפוי בשנים הקרובות, בהתאם לשיפור בתפוסות בנכסים המניבים וחוזים חתומים לאכלוס שטחים בנכסים בבנייה וזאת - בנוסף לשיפור שכבר משתקף בדוחות הכספיים של החברה. השיפור האמור הינו בתוספת לרווח הגולמי המשמעותי (בשיעורי רווחיות טובים לענף) הצפוי מתחום מגזר המגורים אשר יתרום לשיפור משמעותי ביחסי הכיסוי בשנים הבאות. יצוין שבשל תנאי הכרה בהכנסה בתחום המגורים, קיימת תנודתיות בהכנסות החברה ובהתאם - ביחסי הכיסוי, למרות שלהערכת מידרוג, הנ"ל צפויים לתאום לרמת הדירוג; היקף פעילות ופיזור נכסים ניכר אשר השתפר משמעותית בשנים האחרונות, לרבות תמהיל הנכסים ומגזרי פעילויות; יחסי איתנות טובים לרמת הדירוג ושיפור במבנה המאזן; גיוון מקורות ופעילות, לרבות נכסים הרשומים בספרים בשווי היסטורי, הנמוך משמעותית משווים הכלכלי, באופן התומך ביכולת שירות החוב; שיפור משמעותי בהיקף הפעילות ובתזרים הפרמנטלי של החברות הבנות, עוגן נדל"ן מניב והגנים הטכנולוגיים, אשר צפויות להמשיך ולצמוח בשנים הבאות; מקורות התזרים הצפויים, הגמישות הפיננסית הניכרת ממסגרות אשראי חתומות לא מנוצלות ונכסים לא משועבדים ונזילות החברה יש בהם כדי לשרת את לוח הסילוקין של החברה, למרות שלוח הסילוקין אינו פרוס בצורה נוחה. יתרה מכך, רמת מינוף נמוכה מאוד למרבית הנכסים מקנה גמישות פיננסית נוספת ותומכת, במחזור ההלוואות הבנקאיות, במידת הצורך; כמו כן, מידרוג מציינת לחיוב את ההתקדמות ההנהלה בהטמעת פעילות אוסיף (המוחזקת כיום 100% ע"י החברה), לרבות פירעון חוב אג"ח בהיקף של כ-470 מיליון ₪, שיפור בפרמטרים התפעוליים מהפרויקטים בתחום המגורים, הנכסים המניבים וקרקעות נוספות, הצפויות להפיק תזרים משמעותי בטווח הארוך.

**המשך שיפור במצבת הנכסים המניבים המתבטא, בין היתר, בשיפור בשווי, בתפוסות וב-NOI הצפוי; לחברה נכסים בבנייה, המאופיינים בשיעורי השכרה גבוהים מראש ומיצוב גבוה באזורי ביקוש באופן אשר יתרום משמעותית לתזרים הפרמננטי**

מצבת הנכסים המניבים של החברה, הרשומה בספרים בשווי של כ-3.3 מיליארד ₪, מצויה בצמיחה משמעותית מזה מספר שנים, כך שה-NOI השנתי עלה מכ-56 מיליון ₪ בשנת 2007 לכ-180 מיליון ₪ בשנת 2011. עיקר העלייה נובע ממיזוג חברת אוסיף בצורה מוצלחת וכן התפתחות מתחם הגנים הטכנולוגיים והר חוצבים. להערכת מידרוג, מגמה זו צפויה להימשך כך שבשנת 2012 ה-NOI צפוי לעמוד על בין 215-230 מיליון ₪ ובשל הנבה שנתית מלאה של נכסים חדשים, אף צפויה צמיחה נוספת בשנת 2013. התפוסה המשוקללת במצבת הנכסים המניבים הקיימים, עלתה מכ-78% בסוף שנת 2010 לכ-88% כיום (92%, בנטרול מבנה משרדים בנתניה). יתרה מכך, לחברה השכרות מראש משמעותיות בנכסים מניבים בבנייה. כמו כן, החברה חתמה על הסכם שכירות לטווח ארוך לבניין שייבנה בחולון עבור קבוצת אלביט מערכות, כתוספת לבניין קיים שגם כן הושכר לקבוצת אלביט מערכות, באופן התומך בהמשך מגמת הצמיחה גם בטווח הבינוני-ארוך (יצוין, כי זכויות הבנייה הנרחבות ומו"מ לאכלוס שטחים נוספים, תומכים גם הם במגמה זו). לאור האמור ובשל מיקוד נתח גבוה יותר של הפעילות בתחום הנדל"ן המניב, להערכת מידרוג, חל שיפור בפרופיל הסיכון של החברה אשר טרם בא לידי ביטוי מלא בדוחות הכספיים. מידרוג גם מציינת לחיוב את הפיזור והגיוון במצבת המניבה בין סוגי נכסים ומתחמים, לרבות שימושים, רמת המיצוב ופנייה לקהל שוכרים, באופן התורם גם הוא לפרופיל הסיכון.

**צפי לרווחיות ותזרים משמעותי לשירות החוב בגין מגזר הבנייה למגורים הן בשל הפרויקטים בביצוע והן בשל עתודות הקרקע ופרויקטים שבנייתם הסתיימה**

בגין הפרויקטים בהליכי ביצוע שונים ופרויקטים אחרים שבנייתם הסתיימה במגזר הבנייה למגורים, החברה צפויה להכיר ברווח של מעל 200 מיליון ₪ במהלך השנים הבאות (בכפוף לקצב המכירות ושמירה על רמת המחירים הנוכחית). כמו כן, החברה מתכוונת להתחיל בבניית מעל 300 יח"ד (חלק חברה) בשנתיים הקרובות וזאת ללא פרויקטים בתחום הפינוי-בינוי אשר עשויים להוסיף בין 500-600 יח"ד (חלק חברה). בנוסף, לחברה מלאי מקרקעין נרחב אשר חלק ניכר ממנו רשום במחירים היסטוריים, שאינם משקפים את שווי ההוגן. החברה נוהגת לממש קרקעות מפעם לפעם, באופן שמציף רווח נוסף. לפיכך, בהתאם לאמור, הרווח ממגזר הבנייה למגורים צפוי להיות גבוה יותר בטווח הקצר- בינוני מאשר בשנת 2012 ולהפיק תזרים משמעותי לשירות החוב בטווח הקצר-בינוני.

**צפי לשיפור משמעותי ביחסי הכיסוי בטווח הקצר בינוני**

לאור השיפור הצפוי במגזר הנכסים המניבים והצפי להכרה בהכנסה במגזר הפעילות למגורים, יחסי הכיסוי צפויים להשתפר משמעותית בטווח הקצר-בינוני, כך שהנ"ל צפויים לעמוד על טווח של בין 27-22 שנים.



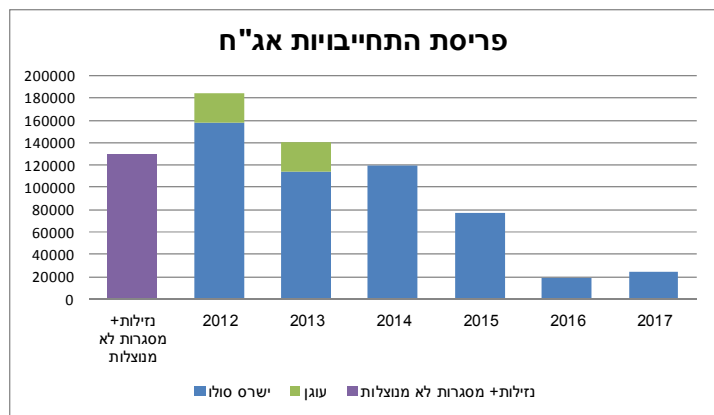
**המשך שיפור ביחסי האיתנות ומבנה החוב, בין היתר, בשל הטמעת פעילות אוסיף, לרבות פירעון כלל האג"ח של אוסיף וכן מהלכים משמעותיים נוספים שבוצעו**

בהתאם להסדר החוב בין חברת אוסיף למחזיקי סדרות אג"ח ה' ו-ח' של חברת אוסיף, נפרע כלל האג"ח למחזיקי חברת אוסיף, אשר עמד על כ-471 מיליון ש"ח ב-5 סדרות בעת רכישת אוסיף ע"י ישרס באוקטובר 2008 וזאת- בנוסף לקיטון בחוב הבנקאי של אוסיף והחברות המוחזקות. התקדמות בהטמעת פעילות אוסיף והחברות הבנות שלה בד בבד עם שיפור במבנה המאזן וכלל מגזרי הפעילות, הביאו לקיטון ברמות המינוף, כפי שמשקף בשיפור ביחסי האיתנות וזאת גם בהתחשב בגיוס הצפוי.

**גמישות פיננסית טובה; לחברה מקורות לתזרים שירות החוב למרות שלוח הסילוקין אינו פרוס בצורה נוחה**

נכון ליום 31.12.2011, לחברה יתרת נזילות של כ-64 מיליון ש"ח (בנטרול מזומנים בחשבונות ליווי בנקאי בסכום של כ-17 מיליון) כאשר הפירעון השנתי של אג"ח בחברה ובחברת עוגן צפוי לעמוד על כ-182 מיליון ש"ח בשנת 2012 וכ-134 מיליון ש"ח בשנת 2013, כך שכ-57% מסך האג"ח בקבוצה עומד לפירעון עד סוף שנת 2013. בנוסף, הקבוצה צפויה לפרוע הלוואות בנקאיות בגובה של כ-90-100 מיליון ש"ח בשנה בגין אמורטיזציות שוטפות, למרות שבשל ה-LTV הנמוך במרבית הלוואות, החברה נוהגת למחזר את הקרן, כך שהחוב הבנקאי לא צפוי לקטון באופן משמעותי.

החברה מתכוונת לשרת את ההתחייבויות האמורות, בין היתר, מיתרת הנזילות של החברה, מיתרת המזומנים המוגבלים, ממסגרות אשראי לא מנוצלות בהיקף של כ-65 מיליון ש"ח נכון ליום 31.12.11 כאשר החברה פועלת להגדלת מסגרות אלו וכן מהתזרים הפרמננטי, אשר כאמור, צפוי לצמוח משמעותית ביחס לשנים קודמות. בנוסף, כפי שניתן לראות מטבלת הנתונים הפיננסיים, בשל פעילות המגורים וההון שכבר הושקע בפרויקטים, בשנים האחרונות ה-CFO הינו גבוה משמעותית מה-FFO. מגמה זו צפויה להימשך גם בשנים הקרובות. כמו כן, לחברה גמישות פיננסית ניכרת (מעבר למסגרות האשראי הלא מנוצלות) בשל נכסי נדל"ן לא משועבדים בסכום של מעל 275 מיליון ומניות חברת גטי והר חוצבים (הון עצמי של כ-450 מיליון ש"ח חלק ישרס) ו-LTV נמוך יחסית של כ-35% בלבד על נכסיה המשועבדים. כך, שלהערכת מידרוג, לחברה מקורות מגוונים לעמידה בהתחייבויות הפיננסיות.



**נתונים פיננסיים עיקריים (אלפי ₪)**

31.12.2008 **	31.12.2009	31.12.2010	30.09.2011	31.12.2011	נתונים פיננסיים עיקריים אלפי ₪
108,367	228,637	238,245	195,108	265,678	דמי שכירות והכנסות ממבנים להשכרה
98,784	502,996	526,595	196,255	232,636	מכירת דירות למגורים
-	118,846	70,126	40,076	50,644	הכנסות מביצוע עבודות
<b>207,151</b>	<b>852,427</b>	<b>835,538</b>	<b>431,439</b>	<b>548,958</b>	<b>סה"כ הכנסות</b>
78,167	156,790	168,357	131,239	180,435	NOI
35,400	61,291	121,293	41,030	51,437	רווח גולמי ממכירת מבנים וקרקעות
<b>113,567</b>	<b>145,726</b>	<b>313,453</b>	<b>175,142</b>	<b>231,230</b>	<b>סה"כ רווח גולמי</b>
96,912	91,956	263,077	140,439	183,393	EBITDA בנטרול שערורים
-26,083	136,762	112,331	52,612	319,138	שינוי בשווי ההון של נדל"ן להשקעה
-3,226	219	171,773	37,170	317,025	רווח לפני מס
<b>90,137</b>	<b>29,232</b>	<b>134,699</b>	<b>17,219</b>	<b>145,397</b>	<b>רווח נקי (לאחר מס)</b>
2,500,554	2,410,484	2,365,825	2,465,468	2,435,071	חוב פיננסי
323,988	472,393	111,649	100,356	64,287	יתרות נזילות
<b>2,176,566</b>	<b>1,938,091</b>	<b>2,254,176</b>	<b>2,365,112</b>	<b>2,370,784</b>	<b>חוב פיננסי נטו</b>
3,755,603	3,720,012	3,744,335	3,838,075	4,052,519	Cap
3,431,615	3,247,619	3,632,686	3,737,719	3,988,232	נטו Cap
1,038,735	1,062,356	1,164,048	1,151,817	1,260,100	הון עצמי וזכויות מיעוט
1,228,733	2,472,845	2,746,762	2,828,881	3,259,405	נדל"ן להשקעה
4,811,107	4,146,378	4,106,370	4,194,089	4,407,888	סך מאזן בנטרול מקדמות
<b>21.6%</b>	<b>25.6%</b>	<b>28.3%</b>	<b>27.5%</b>	<b>28.6%</b>	<b>הון עצמי לסך מאזן בנטרול מקדמות</b>
<b>66.6%</b>	<b>64.8%</b>	<b>63.2%</b>	<b>64.2%</b>	<b>60.1%</b>	<b>חוב ל-CAP</b>
<b>63.4%</b>	<b>59.7%</b>	<b>62.1%</b>	<b>63.3%</b>	<b>59.4%</b>	<b>חוב נטו ל-CAP נטו</b>
-5,890	-62,364	66,719	31,273	49,362	* FFO
68,387	80,528	132,121	28,732	60,456	CFO
שילי	שילי	35	59	49	חוב ל- FFO *
שילי	שילי	34	57	48	חוב נטו ל- FFO *
22.5	21.1	8.6	12.6	12.9	חוב נטו ל-EBITDA בנטרול שערורים
2.1	0.4	1.4	1.1	1.1	EBITDA/הוצאות מימון, נטו

\* להערכת מידרוג, יחסי הכיסוי צפויים להתחזק בשנים הבאות (בייחוד החל משנת 2013) בשל המשך שיפור מצבת הנכסים המניבים. \*\* אוסף נרכשה בסוף שנת 2008 ולכן הרכישה השפיעה בשנת 2008 על נתוני המאזן, הון עצמי ויחסי איתנות, אך לא השפיעה על ההכנסות, הרווח הגולמי וה-FFO

**אופק הדירוג**

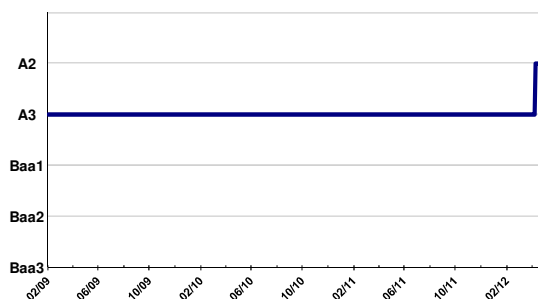
**גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג ואופק הדירוג**

- שיפור ביחסי הכיסוי על ידי חיזוק התזרים הפרמננטי באופן מתמשך, תוך שמירה לפחות על יחסי האיתנות והגמישות הפיננסית הנוכחית
- המשך התקדמות בתוכניות העבודה של החברה, כפי שהוצגו למידרוג, תוך המשך שיפור בגמישות הפיננסית ובנזילות

## גורמים העלולים לפגוע בדירוג או באופק הדירוג

- חלוקת דיבידנדים בסכומים מהותיים אשר יפגעו באיתנות הפיננסית ובנזילותה של החברה
- הרעה משמעותית באיתנות הפיננסית
- אי עמידה לאורך זמן בתחזית לשיפור הצפוי ביחסי הכיסוי
- הרעה משמעותית במגזרי הפעילות העיקריים של החברה

## היסטוריית דירוג



6

## אודות החברה

- ישרס חברה להשקעות בע"מ הינה מהחברות הציבוריות הוותיקות בישראל, תחומי פעילותה העיקריים הינם:
- נדל"ן מניב - ייזום, תכנון והקמת פרויקטים להשכרה בישראל, המיועדים לחברות בתעשיות עתירות ידע, למסחר ולשירותים וכן רכישה, פיתוח, ניהול והפעלת נכסים מניבים אחרים, לרבות בית דיור מוגן.
  - נדל"ן למגורים ולמכירה - ייזום, פיתוח, הקמה ומכירה של פרויקטים בישראל, בעיקר לבנייה למגורים וכן למסחר ולמשרדים, בין היתר, באמצעות חברת רסקו. בנוסף, לקבוצה קרקע ברוסיה המוחזקת ע"י חברת אוסיף.
  - תשתיות ובנייה - ביצוע עבודות קבלניות בתחום התשתיות והבנייה באמצעות ארנסון, שהינה חברה בת של אוסיף.
  - בעלי המניות העיקריים בחברה הינם חברת ערד השקעות ופיתוח תעשייה בע"מ, המוחזקת על ידי מר שלמה אייזנברג, מר אברהם גזונטהייט ומר יורי שפיצר. בנוסף, למר אייזנברג החזקות עצמאיות בחברה.

## מחקרים מתודולוגיים

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

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

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

דוח קודם: דוח פעולת דירוג דצמבר 2011

תאריך דוח: 16 באפריל 2011

מונחים פיננסיים עיקריים

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

סולם דירוג התחייבויות

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט 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	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	B	
התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוט 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 שאלה 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.



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") 2012.

מסמך זה, לרבות פסיקה 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 נכונות, שלמות, 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 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 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 ביעוץ 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.