



# ישרם חברה להשקעות בע"מ

פעולת דירוג | מרץ 2014

1

## מחברים:

גבראל דרנוב - אנליסט  
[gabrieled@midroog.co.il](mailto:gabrieled@midroog.co.il)

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

## אנשי קשר:

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

## ישרס חברה להשקעות בע"מ

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

מידרוג מודיעה על אישור מחדש של דירוג A2 באופק יציב לסדרות האג"ח ה', ו', ז', יא', יב' ו-יג' שבמחזור, אותן הנפיקה חברת ישרס חברה להשקעות בע"מ (להלן: "ישרס" או "החברה"). כמו כן, מידרוג מאשרת דירוג זהה להנפקת סדרה חדשה ו/או הרחבה של סדרות קיימות, בסכום של עד כ-150 מיליון ₪ ע.ג., אשר תשמש להשקעות, מחזור חוב ולפעילות השוטפת.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 27/03/14. למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן, בהתאם למבנה ההנפקה, ככל שתבוצע.

להלן פירוט סדרת האג"ח במחזור שנכללות בדירוג:

סדרה	מספר ני"ע	מועד הנפקה	ריבית שנתית נקובה	תנאי הצמדה	יתרת אג"ח בספרים ליום 31/12/13 באלפי ₪	יתרת שנות פירעון האג"ח
ה'	6130082	05-אי	4.35%	מדד	68,210	2014
ו'	6130124	11-אפר	4.80%	מדד	209,897	2014-2017
ז**	6130132	11-אפר	3.95%	סק"מ + 3.1%	131,410	2014-2015
יא'	6130165	13-ינו	7.20%	לא צמוד	256,038	2015-2020
יב***	6130173	13-פבר	4.43%	מדד	315,175	2014-2019
יג'	6130181	13-נוב	3.48%	מדד	119,170	2014-2023
					1,099,900	

\* לאחר תאריך המאזן החברה פרעה כ-44 מיליון ₪ \*\* לטובת סדרה יב' משועבדות מניות עוגן.

**הדירוג נתמך** ביציבות ואף בהמשך שיפור מסוים בתחומי הפעילות של החברה, המשתקף בשמירה על שיעור התפוסה המשוקלל ומגמת צמיחת היקף ה-NOI והיקף התזרים הפרמננטי, באופן המקטין את חשיפת החברה לתנודתיות הנובעת ממגזר הייזום. כך למשל, ה-NOI לשנת 2013 עמד על כ-240 מיליון ₪, סכום המהווה שיעור צמיחה שנתי משמעותי ביחס לשנים האחרונות; מגמה זו צפויה להימשך, ככל שהחברה תמשיך לפעול לאכלוס נכסים מניבים מהותיים, הסובלים משיעורי תפוסה נמוכים יחסית (הנכס בנתניה ומבנה "CD" בהר חוצבים). יתרה מכך, בטווח הבינוני-הארוך המגמה צפויה להימשך, בין היתר, בשל השלמת בניית הנכס בחולון, המושכר מראש לטווח ארוך, השלמת בניית המרכז המסחרי בחיפה, וכן בניין משרדים נוסף במתחם הגנים הטכנולוגיים במלחה; שיפור ביחסי הכיסוי, ההולמים את רמת הדירוג; התקדמות בפעילות הייזום למגורים, לרבות שיפור בקצב המכירות בפרויקט יוקרתי בירושלים והמשך קצב מכירות טוב ליתר הפרויקטים של החברה; ההתקדמות בפרויקטים ובמכירת דירות צפויה להמשיך לתרום, באופן משמעותי, לרווח הגולמי וליחסי הכיסוי. בהקשר זה, נציין כי תתכן תנודתיות ביחסי הכיסוי, הנובעת מהתנאים להכרה בהכנסה במגזר המגורים. לאור הגידול במקורות המניבים הפרמננטיים של החברה, החשיפה לתנודתיות ביחסי הכיסוי בגין פעילות זו מתמתנת. המשך הקטנת החשיפה הנ"ל, ע"י הגדלת התזרים הפרמננטי מדמי שכירות, עשוי להשפיע לחיוב על פרופיל הסיכון; פיזור מקורות ההכנסה של החברה השתפר



משמעותית והינו בולט לטובה, כך שלחברה אין שוכר מהותי וישנם מספר רב של שוכרים המפוזרים בצורה טובה. עם זאת, התפלגות סיום מועד חוזי השכירות, בחלק מהנכסים, סבירה אך תצריך מהחברה לפעול לחידושם במהלך השנים 2014-2015; מגמת שיפור מתמשכת ביחסי האיתנות. בהקשר זה, מידרוג מציינת לחיוב כי החברה השתמשה בחלק ניכר מכספי הגיוס בשנים האחרונות למחזור חובות אג"ח ובנקים, תוך הארכה משמעותית של מח"מ החוב; לחברה מגוון מקורות לשירות החוב, הכוללים, בין היתר, תזרים פרמננטי ניכר, מסגרות אשראי חתומות ולא מנוצלות, יתרת נזילות, תזרים צפוי בגין מימוש קרקעות ונכסים, בנוסף לנגישות טובה למקורות מימון. לחברה היקף ניכר של נכסי נדל"ן לא משועבדים, אולם מרבית נכסים אלו אינם נכסים מניבים. עם זאת, שיעור המינוף הממוצע על הנכסים המניבים נמוך באופן התומך בגמישות הפיננסית ומאפשר, במידת הצורך, מחזור הלוואות.

#### פירוט גורמי מפתח

#### שיפור במצבת הנכסים המניבים, המתבטא בגידול ב-NOI ובאכלוס שטחים נוספים להשכרה, אשר צפוי להימשך; תלות נמוכה בשוכרים מרכזיים משפרת את פרופיל הסיכון בחברה

מצבת הנכסים המניבים של החברה מצויה בצמיחה משמעותית מזה מספר שנים. כך לדוגמה, ה-NOI השנתי עלה מכ-180 מיליון ₪ בשנת 2011 לכ-240 מיליון ₪ בשנת 2013. עיקר העלייה נובעת מהתפתחות מתחם הגנים הטכנולוגיים ומתחם הר חוצבים, בניית קומות נוספות ואכלוס בנכס ברמת החייל, אכלוס מגדל המשרדים ברחובות והמשך אכלוס "פארק עוגן" בנתניה. מגמה זו צפויה להימשך, במידה והחברה תמשיך במגמת אכלוס הנכסים, הסובלים משיעור תפוסה נמוך ובייחוד "פארק עוגן" בנתניה ומבנה "CD" בהר חוצבים וזאת בהתחשב בקיומם של מו"מ לאכלוס חלק מהשטחים הפנויים בנכסים אלו. יציין, כי בנטרול נכסים אלו, מצבת הנכסים המניבים מושכרת בתפוסה סבירה של כ-90%. החברה החלה בהקמת בניין נוסף בחולון, אשר צפויה להסתיים במהלך שנת 2016 ולהניב לחברה NOI שנתי של כ-12 עד 15 מיליון ₪. מדובר בתוספת לנכס המניב של חברת הבת "עוגן" בחולון, המושכר לקבוצת אלביט מערכות. קבוצת אלביט מערכות חתמה עם החברה על חוזה ארוך טווח להשכרת הבניין החדש יחד עם ההארכה של החוזה על הבניין הקיים. בהתחשב בזאת, מידרוג רואה בסיכון גלום בייזום הנכס כנמוך באופן יחסי. בבחינת אופיו והיקפו של תיק הנכסים של החברה, מידרוג מציינת לחיוב את הפיזור והגיוון במצבת המניבה בין סוגי נכסים ומתחמים, לרבות שימושים, פיזור גאוגרפי, רמת המיצוב ופנייה לקהל שוכרים, באופן התורם גם הוא לפרופיל הסיכון ולפיזור תיק הנכסים של החברה.

#### התקדמות במכירות יח"ד במגזר המגורים תורמת לנראות מקורות החברה; רכישת קרקעות באזורי ביקוש

לחברה מלאי יח"ד באזורי ביקוש בישראל בגין פרויקטים שהסתיימו, הכולל גם דירות יוקרה. על כן, קצב המכירות הינו איטי, באופן יחסי, בפלח זה, אך בחודשים האחרונים נרשם גידול בקצב המכירות בפרויקטים אלו. שיעורי הרווחיות בפרויקטים שהסתיימו צפויים להיות גבוהים ביחס לענף ולהניב לחברה תזרים מזומנים משמעותי למשך מספר שנים. בנוסף, לחברה פרויקטים בביצוע בנהריה ובגבעת שמואל תחת קבוצת "רסקו", הכוללים כ-152 יח"ד (חלק החברה הינו 148 יח"ד) ועוד כ-216 יח"ד בגין שלב 2 בפרויקט "רמת הנשיא" בחיפה (חלק החברה הינו 108 יח"ד), הכולל גם צבר עתידי של עוד כ-140 יח"ד (חלק חברה).

במהלך שנת 2013 החברה רכשה קרקע בירושלים להקמת כ-180 יח"ד (החברה פועלת להגדלת התב"ע לעוד כ-20 עד 50 יח"ד) בסכום של כ-210 מיליון ₪ וקרקע ברמת גן להקמת כ-64 יח"ד בסכום של כ-41 מיליון ₪. החברה צופה כי



במהלך השנתיים הקרובות יתחילו עבודות הביצוע בגין אותן קרקעות. בנוסף, לחברה מלאי קרקעות נרחב הרשום בחלק ניכר במחירים היסטוריים, שאינם משקפים את השווי ההוגן וכן מקדמת מספר פרויקטים בתחום הפיני בינוי. החברה פועלת לשינוי יעודן של חלק מקרקעות אלו, כדי להופכן לקרקעות המיועדות למגורים ולפתחן. שינויי היעוד נמצאים בשלבי התנהלות שונים מול הרשויות. במקביל נוהגת החברה לממש קרקעות מפעם לפעם, באופן המציף רווח נוסף. יצוין כי הרווח מפרויקטים יזמיים נתון לתנודתיות רבה, אך החברה דואגת להמשכיות הנבט הרווחים מענף זה על ידי פיתוח הדרגתי של פרויקטים. בנוסף, במסגרת רכישת אוסיף, רכשה החברה קרקע אשר אינה משועבדת בפאתי העיר מוסקבה, הרשומה בספרי החברה לפי שווי של כ-118 מיליון ש"ח. החברה פועלת למכירת קרקע זו, וככל שפעולות אלו יצלחו, צפוי לחברה תזרים מזומנים משמעותי נוסף.

מידרוג מציינת לטובה את פיזור הפרויקטים של החברה בענף היזמות ותתי הענפים בו, את הפיזור הגאוגרפי של מיזמי החברה ואת חלוקת הפרויקטים לשלבים.

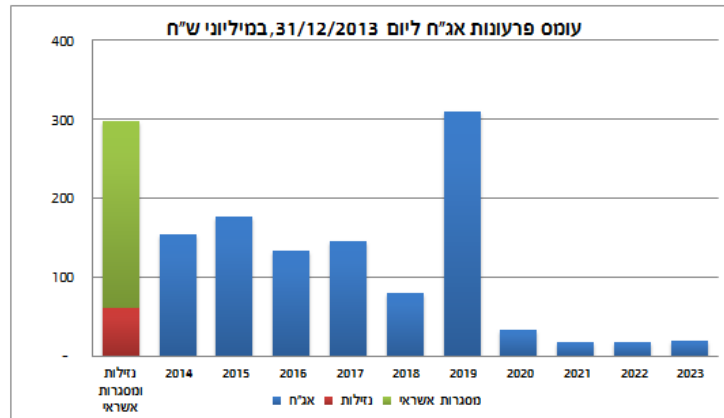
#### **ירידה בתלות מהכנסה בגין הפרויקטים היזמיים משפרת את פרופיל הסיכון; מגמת שיפור מתמשכת ביחסי האיתנות**

לאור השיפור במגזר הנכסים המניבים ועל אף העלייה בחוב הפיננסי, בהיקף של כ-93 מיליון ₪ בהשוואה לשנת 2012 (הנובעת בעיקר מהשקעות בקרקעות ברמת גן וברושלים כאמור לעיל), יחסי הכיסוי עומדים בטווח של 22-26 שנים והינם הולמים לרמת הדירוג. לאור מגזר הפעילות היזמי של החברה, יחסי הכיסוי נוטים להיות תנודתיים יותר בהשוואה לחברות ללא פעילות ייזום, כפועל יוצא של התנאים להכרה בהכנסה בתחום המגורים. עם זאת, הגידול בתזרים הפרמננטי מנכסים מניבים, מפחית את התלות בהכנסות ממגזר המגורים וצפוי לתרום להפחתה בתנודתיות יחסי הכיסוי בעתיד. מידרוג רואה בירידה בתלות זאת גורם המשפיע לחיוב על פרופיל הסיכון של החברה. במהלך שנת 2013 החברה המשיכה להציג שיפור ביחסי האיתנות וזאת למרות ביצוע השקעות, חלוקת דיבידנד, הרחבה והנפקה של סדרות אג"ח, בהיקף של כ-676 מיליון ₪. הגיוסים שימשו בעיקר לפירעון חובות, הארכת מח"מ החוב והפחתת הוצאות הריבית וזאת בנוסף לרכישת הקרקעות בירושלים ורמת גן.

#### **לחברה מקורות טובים לעמידה בהתחייבויותיה למרות השחיקה בגמישות הפיננסית ביחס להיקף האג"ח**

ליום 31.12.13 לחברה יתרות נזילות בהיקף של כ-61 מיליון ₪ ומסגרות אשראי חתומות ולא מנוצלות בהיקף של כ-237 מיליון ₪ (כנגדם משועבדים נכסים). פירעון קרן האג"ח השנתי לשנת 2014 (לפני הגיוס) עומד על כ-155 מיליון ₪ ופירעון הקרן לשנת 2015 ולשנת 2016 עומד על כ-177 מיליון ₪ וכ-135 מיליון ₪, בהתאמה. יצוין כי החברה פועלת למימון מחדש של הלוואות במספר נכסים, באופן הצפוי להגדיל את הנזילות ולהקל על עומס הפירעונות. על כן, מידרוג רואה בחיוב את השלמת מהלכים אלה. יחד עם הנזילות ומסגרות האשראי, לחברה תזרים פרמננטי חזק המהווה מקור חשוב נוסף לשירות החוב. בנוסף, בהתחשב בפעולות שבוצעו לאחר תאריך המאזן, היקף המסגרות החתומות הלא מנוצלות גדל באופן משמעותי.

לחברה גמישות פיננסית סבירה, הנובעת מנכסי נדל"ן לא משועבדים בהיקף משמעותי, אולם מרבית נכסים אלו אינם נכסים מניבים. יצוין כי, הנכסים המניבים משועבדים ברמת מינוף ממוצעת נמוכה יחסית, העומדת על כ-40%, המאפשרת לחברה, במידת הצורך, לבצע מחזור חוב. נציין כי ביחס לדוח הדירוג הקודם, שווי נכסי הנדל"ן החופשיים משעבוד עלה, אך לאור הגידול בהיקף האג"ח נרשמת שחיקה ביחסי הגמישות. אף על פי כן, בהתחשב בכלל מקורות החברה, מידרוג מעריכה כי לחברה מקורות טובים לשירות החוב בטווח הקצר-בינוני.



**נתונים פיננסיים עיקריים (אלפי ₪)**

31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	נתונים פיננסיים עיקריים אלפי ₪
548,958	800,514	597,598	סה"כ הכנסות
181,355	225,073	240,828	NOI
51,437	76,584	52,339	רווח גולמי ממכירת מבנים וקרקעות
232,150	288,410	297,798	סה"כ רווח גולמי
22%	18%	21%	שיעור רווח גולמי ממכירת מבנים וקרקעות
184,068	240,280	252,405	EBITDA
318,138	50,607	66,659	שנוי בשווי ההוגן של נדל"ן להשקעה
317,620	133,504	215,755	רווח לפני מס
153,568	107,743	158,943	רווח נקי
2,435,071	2,590,389	2,683,025	חוב פיננסי
59,539	107,657	61,371	יתרות נזילות
-	75,353	47,051	פקדונות כנגד הלוואות*
2,375,532	2,407,379	2,574,603	חוב פיננסי נטו
4,071,754	4,313,591	4,567,229	Cap
4,012,215	4,130,581	4,458,807	נטו Cap
1,320,657	1,390,153	1,498,154	הון עצמי וזכויות מיעוט
4,462,672	4,649,993	4,812,446	סך מאזן בנטרול מקדמות
29.6%	29.9%	31.1%	הון עצמי לסך מאזן בנטרול מקדמות
59.8%	60.1%	58.7%	חוב ל-CAP
59.2%	58.3%	57.7%	חוב נטו ל-CAP נטו
49,362	105,385	120,555	FFO מותאם**
49.3	24.6	22.3	חוב ל- FFO מותאם בגילום שנתי
48.1	22.8	21.4	חוב נטו ל- FFO מותאם בגילום שנתי
12.9	10.0	10.2	חוב נטו ל- EBITDA בנטרול שערות
1.7	2.0	1.9	EBITDA/תשלומי ריבית, נטו

\*כולל פקדון בגין אגריפס \*\* מותאם לדיבידנדים והחזר הלוואות בעלים בגין הפריקט ברמת הנשיא, המטופל לפי השווי המאזני.

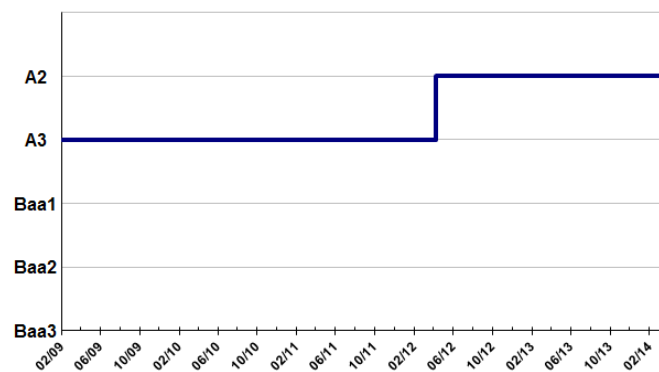
**גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג ואופק הדירוג**

- שיפור לאורך זמן ביחסי הכיסוי על ידי חיזוק התזרים הפרמננטי באופן מתמשך, תוך שיפור משמעותי ביחסי האיתנות והגמישות הפיננסית הנוכחית
- אכלוס של נכסים בעלי שיעורי תפוסה נמוכים
- קיטון בשיעור הייזום בתיק הנכסים של החברה

**גורמים העלולים לפגוע בדירוג או באופק הדירוג**

- חלוקת דיבידנדים בסכומים מהותיים אשר יפגעו באיתנות הפיננסית ובנזילותה של החברה
- הרעה משמעותית באיתנות הפיננסית וביחסי הכיסוי
- הרעה משמעותית במגזרי הפעילות העיקריים של החברה

**היסטוריית דירוג**



## אודות החברה

- ישנם 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.
  - לחברה פעילות נוספת לא מהותית בתחום הבניה והתשתיות המבוצעת באמצעות א.ארנסון בע"מ, שהינה חברה בת של אוסיף. יצוין כי לאור החלטת דירקטוריון החברה ודירקטוריון ארנסון, פעילות ארנסון נמצאת בתהליכי צמצום.
  - בעלי המניות העיקריים בחברה הינם חברת ערד השקעות ופיתוח תעשייה בע"מ, הנשלטת על ידי מר שלמה איזנברג וירשי שפיצר. בנוסף, למר איזנברג החזקות ישירות 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)

דוחות קודמים: דוח פעולת דירוג נובמבר 2013

תאריך הדוח: 27 במרץ 2014

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)

\* 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.



**סולם דירוג התחייבויות**

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות 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 מאד.	Caa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פירעון 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 פירעון, 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: CRY080314150M

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") 2014.**

מסמך זה, לרבות פיסקה 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 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 צריכה 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 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.

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)