



# ישרם חברה להשקעות בע"מ

פעולת דירוג | ינואר 2013

1

## מחברת:

ענבל שלו, רו"ח - אנליסטית  
[inbals@midroog.co.il](mailto:inbals@midroog.co.il)

## אנשי קשר:

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

רן גולדשטיין, עו"ד- חשבונאי - ראש תחום נדל"ן  
[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 לסדרות האג"ח ה', ו', ז' ו-יא' שבמחזור, אותן הנפיקה חברת ישרס חברה להשקעות בע"מ (להלן: "ישרס" או "החברה") באופק דירוג יציב. כמו כן, מאשרת מידרוג דירוג זה להנפקת סדרה חדשה ו/או הרחבת סדרה קיימת, בסכום של עד כ-300 מיליון ₪ ע.ג., בשעבוד מניות עוגן נדל"ן מניב בע"מ (להלן: "עוגן"), אשר תשמש לפירעון הלוואה בסך כ-254 מיליון ₪ (נכון ל-30.09.2012) בחברה הבת אוסיף השקעות ופיתוח בע"מ (להלן: "אוסיף") ולפעילות השוטפת.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 31.1.2013. למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן, בהתאם למבנה ההנפקה, ככל שתבוצע.

להלן פירוט סדרת האג"ח במחזור שנכללות בדירוג:

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד ההנפקה המקורית	ריבית שנתית (נקובה %)	תנאי הצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 30.09.2012*	יתרת שנות פירעון קרן האג"ח
ה'	6130082	מאי-05	4.35%	מדד	169,747	2013-2014
ו'	6130124	אפריל-11	4.80%	מדד	181,187	2014-2017
ז'	6130132	אפריל-11	3.1%	מק"מ שנתי	129,066	2013-2015
יא' **	6130165	ינואר-13	7.20%	קבועה לא צמודה	140,000	2015-2020
<b>סה"כ</b>					<b>620,000</b>	

\*בנטרול רכישות עצמיות בגובה של כ-16 מיליון ע.ג. אג"ח ובנטרול פרמיות וניכיון שטרם הופחתו. כמו כן לא כולל גם הרחבת סדרת אג"ח ז' שנעשתה בחודש נובמבר 2012, בהיקף של כ-40 מיליון ₪. בנוסף, לאחר תאריך המאזן נפרעו אג"ח בהיקף של כ-78 מיליון ע.ג., ביניהם אג"ח ח' שנפרעה במלואה בסך כ-59 מיליון ש"ח ע.ג. \*\*היתרות נכונות ליום ההנפקה, 10 בינואר 2013

**הדירוג נתמך** בשיפור והתקדמות בתחומי הפעילות העיקריים של החברה. שיפור זה בא לידי ביטוי בהרחבה ואיכלוס בהצלחה של מצבת הנכסים המניבים וצמיחת ה-NOI בשנים האחרונות, יחד עם צפי להמשך המגמה. שיפור זה הוביל גם לשיפור משמעותי בהיקף התזרים הפרמננטי ויחסי הכיסוי ועומד בהתאם לתחזיות ויעדי רווחיות החברה כפי שהוצגו למידרוג במועד הדירוג הקודם; התקדמות בפרויקטים ובמכירות בתחום מגזר המגורים תורמת משמעותית לרווח הגולמי (בשיעורי רווחיות



סבירים לענף), וצפויה להביא להמשך הצגת יחסי כיסוי טובים בשנים הקרובות. יצויין שבשל תנאי הכרה בהכנסה בתחום המגורים, קיימת תנודתיות בהכנסות החברה, ובהתאמה ביחסי הכיסוי, למרות שלהערכת מידרוג הנ"ל צפויים לתאום לרמת הדירוג; גיוון מקורות ופעילות החברה, לרבות נכסים וקרקעות הרשומים בספרים בשווי היסטורי, הנמוך משמעותית משווי הכלכלי, באופן התומך ביכולת שירות החוב ובהמשך פעילות החברה בעתיד; יחסי איתנות הולמים לרמת הדירוג; שיפור משמעותי בהיקף הפעילות ובתזרים הפרמננטי של החברות הבנות, עוגן והגנים הטכנולוגיים; מקורות התזרים הצפויים, הגמישות הפיננסית הניכרת ממסגרות אשראי חתומות ולא מנוצלות שנחתמו לאחר תאריך המאזן, הנגישות לשוק ההון הנראית בהנפקות לאחר תאריך המאזן של החברה, היקף הנכסים החופשיים משעבודים ונזילות החברה, יש בהם כדי לשרת את לוח הסילוקין של החברה, למרות שאינו פרוס בצורה נוחה. רמת מינוף נמוכה למרבית הנכסים מוסיפה גם היא לגמישות הפיננסית, ותומכת במיחזור הלוואות בנקאיות במידת הצורך.

### פירוט גורמי מפתח לדירוג

#### המשך הרחבת מצבת הנכסים המניבים המתבטא בשיפור בשווי הנכסים, באכלוס שטחי השכרה חדשים שנוספו וב-NOI הצפוי

מצבת הנכסים המניבים של החברה, הרשומה בספרים בשווי של כ- 3.4 מיליארד ₪, מצויה בצמיחה משמעותית מזה מספר שנים, כך שה- NOI השנתי עלה מכ- 56 מיליון ₪ בשנת 2007 לכ- 219 מיליון ₪, בגילום שנתי של תשעת החודשים הראשונים של שנת 2012. עיקר העלייה נובע מהתפתחות מתחם הגנים הטכנולוגיים ומתחם הר חוצבים, ובניית נכסים חדשים והשקרתם בחברת עוגן. להערכת מידרוג, מגמה זו צפויה להימשך כך שבשנת 2013 ה- NOI צפוי לעמוד על כ- 230 עד 240 מיליון ₪, ולתרום משמעותית לשיפור ביחסי הכיסוי של החברה. התפוסה המשוקללת במצבת הנכסים המניבים הקיימים אמנם ירדה מאז דצמבר 2011 מ- 85% ל- 81%, אך ירידה זו היא זמנית ונובעת ברובה משטחי השכרה חדשים שנוספו לחברה וטרם הושכרו במלואם, כך שסך השטחים המושכרים של החברה עלה (למעשה התפוסה בנכסים זהים נותרה ללא שינוי מאז דצמבר 2011, ועומדת על כ- 86%). על מרבית השטחים הלא מושכרים לחברה חוזי שכירות חתומים, אשר צפויים להניב באופן מלא כבר ברבעון הרביעי בשנת 2012. כמו כן, החברה חתמה על הסכם שכירות לטווח ארוך לבניין שייבנה בחולון עבור קבוצת אלביט מערכות, כתוספת לבניין קיים המושכר גם הוא לקבוצת אלביט מערכות, באופן התומך בהמשך מגמת הצמיחה גם בטווח הבינוני-ארוך. עם זאת, החברה טרם הצליחה לאכלס את רובו של בניין משרדים שרכשה בנתניה, המשועבד להלוואה המחודשת כל שנה על ידי הבנק המממן, בגובה כ- 110 מיליון ש"ח. 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 שוברים, באופן התורם גם הוא לפרופיל הסיכון ולפיזור תיק הנכסים של החברה.

### **התקדמות במכירות והשלמת פרויקטים במגזר המגורים של החברה תורמת לצפי לרווח גולמי ותזרימים גבוהים בשנים הקרובות**

החברה נמצאת בתהליך של מכירת דירות יוקרה במספר פרויקטים שהסתיימו, במקביל להמשך מכירת יחידות דיור בפרויקטים בביצוע, הצפויים להסתיים בשנים הקרובות. שיעורי הרווחיות בפרויקטים שהסתיימו צפויים להיות גבוהים יחסית לענף, ולהניב לחברה תזרימי מזומנים למשך מספר שנים, עקב קצב המכירות הנמוך המאפיין את תחום מגורי היוקרה. עם זאת, התזרים שנובע ממכירת כל יחידה הוא משמעותי. בנוסף ובמקביל מפתחת החברה מספר פרויקטים ברמות מיצוב שונות בנהריה, קריית אונו וחיפה. כמו כן, החברה מתכוונת להתחיל בבניית כ- 300 יח"ד (חלק חברה) בשנה הקרובה בשלושה פרויקטים, ובנוסף ברשותה זכויות לייזום בתחום הפינו-בינוי העשויים להוסיף לצבר הפרויקטים כ- 1,500-1,600 יח"ד בעתיד, בששה פרויקטים ברחבי הארץ. לחברה מלאי מקרקעין נרחב, הרשום בחלק ניכר במחירים היסטוריים, שאינם משקפים את שווי ההוגן. החברה פועלת לשינוי יעודן של חלק מקרקעות אלו, בכדי להופכן לקרקעות המיועדות למגורים ולפתחן. שינויי היעוד נמצאים בשלבי התנהלות שונים מול הרשויות. במקביל נוהגת החברה לממש קרקעות מפעם לפעם, באופן שמציף רווח נוסף. יצוין כי הרווח מפרויקטים יזמיים נתון לתנודתיות רבה, אך החברה דואגת להמשכיות הנבנת הרווחים מענף זה על ידי פיתוח הדרגתי של פרויקטים. גם כאן מידרוג מצינת לטובה את פיזור הפרויקטים של החברה בענף היזמות ותתי הענפים בו, את הפיזור הגאוגרפי של מיזמי החברה, את חלוקת הפרויקטים לשלבים ואת שיעור הייזום הסביר של החברה, העומד על כ- 10% מסך המאזן.

בנוסף, במסגרת רכישת אוסיף, רכשה החברה קרקע בלתי משועבדת בפאתי העיר מוסקבה, ששוויה (בהתאם להערכת שמאי) מוערך בכ- 74 מיליון דולרים, בעוד היא רשומה בספרים לפי שווי של כ- 118 מיליון ש"ח. החברה פועלת לשיווק קרקע זו, וככל שפעולות אלו יצלחו, צפויים לחברה תזרימי מזומן משמעותיים גם מפעילות זו.

**שיפור משמעותי ביחסי הכיסוי בהתאם לצפי מידרוג בדוח הדירוג מחודש אפריל; צפי להמשך הפקת תזרים פרמננטי גבוה ביחסי כיסוי ההולמים את רמת הדירוג; יחסי איתנות יציבים ההולמים את הדירוג**

לאור השיפור המשתקף כבר בדוחות הכספיים של החברה, השינוי הנוסף הצפוי במגזר הנכסים המניבים והצפי להכרה בהכנסה במגזר הפעילות למגורים, החברה צפויה להמשיך ולהציג יחסי כיסוי

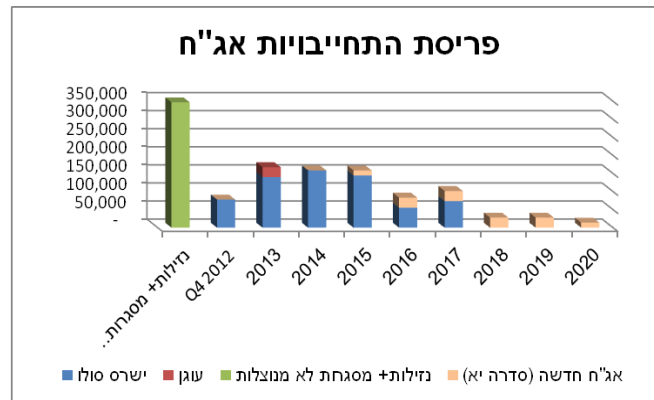


טובים בטווח הקצר-בינוני, כך שהנ"ל צפויים לעמוד על טווח של 15-23 שנים. יחס זה בולט לטובה לרמת הדירוג של החברה. עם זאת, יש להביא בחשבון את רמת הסיכון הגבוהה, הנובעת מתנודתיות גבוהה של מרכיב הרווח מתחום הייזום למגורים, והיקפו המשמעותי מתוך סך הרווח הגולמי של החברה. ככל שתמשיך הצמיחה ברכיב המניב מתוך הרווח הגולמי, יתייצבו יחסי הכיסוי של החברה.

מאז דוח הדירוג הקודם, החברה שמרה על יחסי איתנות ברמה הולמת לרמת הדירוג, וזאת לאחר הרחבת סדרת אג"ח ו' ו- ז' בכ- 116 מיליון ש"ח. ובכ- 40 מיליון ש"ח. במאי ונובמבר השנה, בהתאמה, והנפקה של סדרת אג"ח חדשה נוספת (אג"ח יא'), בהיקף של כ- 140 מיליון ש"ח. בינואר 2013. נציין כי לאחר מועד פרסום הדוחות, החברה מימנה מחדש את נכסיה בהר חוצבים בירושלים וקיבלה הלוואות נוספות על נכס בחברת הבת עוגן, מבלי להעלות את רמות ה-LTV באופן חריג ותוך שמירה על יחסי איתנות יציבים.

#### **גמישות פיננסית סבירה ויתרות מזומנים טובות מאפשרות לחברה נגישות למקורות מימון ומהוות מקורות מספקים לפרעונות האג"ח הקרובים**

בהמשך למימון מחדש של ההלוואות על נכסים מניבים בחברות הבנות, כאמור, חילקו החברות הבנות דיבידנד ופרעו הלוואות בעלים בסך של כ- 101 מיליון ש"ח, ואילו תמורת הנפקת סדרת האג"ח החדשה, כמתואר לעיל, שימשה ברובה המכריע לפירעון הלוואות כנגד הרחבת מסגרות האשראי הבלתי מנוצלות של החברה. מסגרות אלו הורחבו פעם נוספת על ידי החברה, בהיקף של כ- 116 מיליון ש"ח, כנגד שעבוד נכסים מניבים נוספים, בתהליך נוסף שחל לאחר תאריך המאזן. מהלכים אלו תורמים לגמישותה הפיננסית של החברה, בהרחיבם את כריות המזומנים שלרשותה באופן משמעותי, בעוד שרמת הנכסים הבלתי משועבדים נותרה גם היא משמעותית יחסית לחוב האג"ח, כך שיתרת המזומנים ומסגרות האשראי הלא מנוצלות עומדת על כ- 350 מיליון ש"ח. באופן זה, למרות שלוח הסילוקין של האג"ח אינו פרוס בצורה נוחה, החברה שומרת על נדילות וגמישות בסכומים הגבוהים מסכומי הפרעונות עד תום 2013, ובמקביל נוקטת פעולות לשיפור פריסת לוח הסילוקין. להערכת מידרוג, בהתחשב בנדילות, בגמישות הפיננסית ובתזרים הפרמננטי הניכר (ראו לעיל), לחברה מקורות טובים לשירות החוב ביחס לחלויות.



\* כולל מסגרות אשראי שהתקבלו ויתרות אג"ח שהונפקו לאחר תאריך המאזן

### נתונים פיננסיים עיקריים (אלפי ₪)

31.12.2010	30.09.2011	31.12.2011	30.09.2012	נתונים פיננסיים עיקריים אלפי ₪
<b>835,538</b>	<b>431,439</b>	<b>548,958</b>	<b>671,323</b>	<b>סה"כ הכנסות</b>
168,357	131,239	180,435	164,522	NOI
121,293	41,030	51,437	69,715	רווח גולמי ממכירת מבנים וקרקעות
<b>313,453</b>	<b>175,142</b>	<b>231,230</b>	<b>222,940</b>	<b>סה"כ רווח גולמי</b>
38%	41%	42%	33%	שיעור רווח גולמי
71%	67%	68%	74%	שיעור NOI
23%	21%	22%	18%	שיעור רווח גולמי ממכירת מבנים וקרקעות
263,077	140,439	183,393	186,154	EBITDA בנטרול שערות
183,832	133,210	161,669	130,121	הוצאות מימון, נטו
112,331	52,612	319,138	22,910	שינוי בשווי ההוגן של נדל"ן להשקעה
171,773	37,170	317,025	74,832	רווח נקי (לפני מס)
<b>137,733</b>	<b>22,394</b>	<b>153,122</b>	<b>70,817</b>	<b>רווח נקי (לאחר מס)</b>
2,365,825	2,465,468	2,435,071	2,485,355	חוב פיננסי
111,649	100,356	64,287	92,002	יתרות נזילות
<b>2,254,176</b>	<b>2,365,112</b>	<b>2,370,784</b>	<b>2,393,353</b>	<b>חוב פיננסי נטו</b>
3,744,335	3,838,075	4,052,519	4,123,538	Cap
3,632,686	3,737,719	3,988,232	4,031,536	Cap נטו
1,176,291	1,169,235	1,280,068	1,319,607	הון עצמי וזכויות מיעוט
3,608,873	3,877,371	4,206,952	4,529,694	סך מאזן
2,746,762	2,828,881	3,259,405	3,450,767	נדל"ן להשקעה
4,106,370	4,194,089	4,407,888	4,466,141	סך מאזן בנטרול מקדמות
32.6%	30.2%	30.4%	29.1%	הון עצמי לסך מאזן
<b>28.6%</b>	<b>27.9%</b>	<b>29.0%</b>	<b>29.5%</b>	<b>הון עצמי לסך מאזן בנטרול מקדמות</b>
<b>63.2%</b>	<b>64.2%</b>	<b>60.1%</b>	<b>60.3%</b>	<b>חוב ל-CAP</b>
<b>62.1%</b>	<b>63.3%</b>	<b>59.4%</b>	<b>59.4%</b>	<b>חוב נטו ל-CAP נטו</b>
<b>66,719</b>	<b>31,273</b>	<b>49,362</b>	<b>92,569</b>	<b>FFO</b>
<b>132,121</b>	<b>28,732</b>	<b>60,456</b>	<b>64,457</b>	<b>CFO</b>
35	59	49	20	חוב ל- FFO בגילום שנתי
<b>34</b>	<b>57</b>	<b>48</b>	<b>19</b>	<b>חוב נטו ל- FFO בגילום שנתי</b>
8.6	12.6	12.9	9.6	חוב נטו ל-EBITDA בנטרול שערות
1.4	1.1	1.1	1.4	EBITDA/הוצאות מימון, נטו

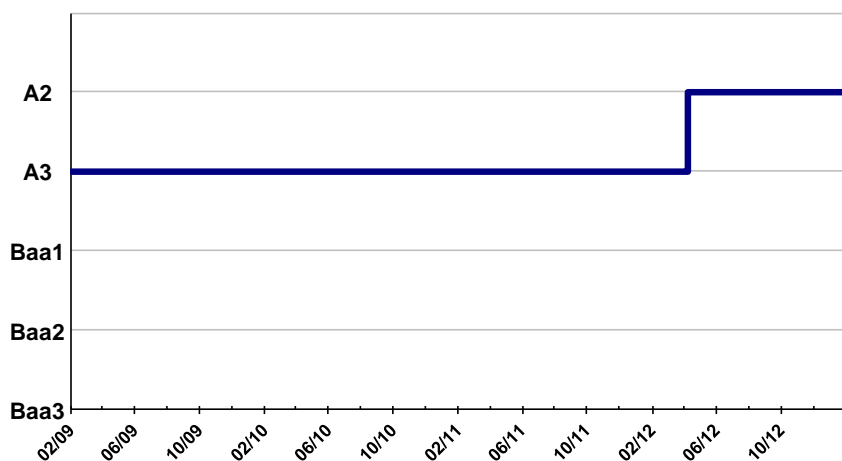
**גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג ואופק הדירוג**

- שיפור לאורך זמן ביחסי הכיסוי על ידי חיזוק התזרים הפרמננטי באופן מתמשך, תוך שיפור משמעותי ביחסי האיתנות והגמישות הפיננסית הנוכחית
- המשך התקדמות בתוכניות העבודה של החברה, כפי שהוצגו למידרוג, תוך המשך שיפור בגמישות הפיננסית ובנזילות
- קיטון בשיעור הייזום בתיק הנכסים של החברה

**גורמים העלולים לפגוע בדירוג או באופק הדירוג**

- חלוקת דיבידנדים בסכומים מהותיים אשר יפגעו באיתנות הפיננסית ובנזילות של החברה
- הרעה משמעותית באיתנות הפיננסית
- אי עמידה בתחזית לשיפור הצפוי ביחסי 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.
- תשתיות ובנייה – ביצוע עבודות קבלניות בתחום התשתיות והבנייה באמצעות א.ארנסון בע"מ, 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 ויורשי 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 אפריל 2012

תאריך דוח: 31 בינואר 2013



## 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
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 שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוטה 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	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	
התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	B	
התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוטה 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 לפדין של קרן וריבית.	Ca	
התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדין 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.

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") 2013.

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 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 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.