

# מיטב דש השקעות בע"מ<sup>2</sup>

מעקב | יולי 2017

## אנשי קשר:

אילאיל שטנר - אנליסטית מעריכת דירוג ראשית  
[ilil@midroog.co.il](mailto:ilil@midroog.co.il)

עומר פורמברג - אנליסט בכיר מעריך דירוג משני  
[omer@midroog.co.il](mailto:omer@midroog.co.il)

אבי בן-נן, ראש תחום מוסדות פיננסיים  
[avib@midroog.co.il](mailto:avib@midroog.co.il)

<sup>1</sup> חברת מיטב דש השקעות בע"מ מחזיקה [בעקיפין] 4.9% מהון המניות של מידרוג בע"מ. מניות החברה חסרות אמצעי שליטה כלשהם.  
<sup>2</sup> תיקון טעות סופר במלל המתאר את יחס הכיסוי חוב ל-FFO והמינוף המאזני.

## מיטב דש השקעות בע"מ

|                  |       |            |
|------------------|-------|------------|
| אופק דירוג: יציב | A1.il | דירוג סדרה |
|------------------|-------|------------|

**מידרוג מותירה על כנו דירוג של A1.il לאגרות חוב (סדרה ג') שהנפיקה מיטב דש השקעות בע"מ (להלן: "החברה" / "מיטב דש").**  
**אופק הדירוג יציב.**

### אגרות החוב במחזור המדורות על ידי מידרוג:

| מועד פירעון סופי | אופק דירוג | דירוג | מספר נייר ערך | סדרת אג"ח |
|------------------|------------|-------|---------------|-----------|
| 10/12/2025       | יציב       | A1.il | 1121763       | סדרה ג'   |

### שיקולים עיקריים לדירוג

הדירוג נתמך בפרופיל עסקי טוב ופיזור קווי עסקים התומכים ביכולת יצור ההכנסות. הפרופיל הפיננסי נתמך באיתנות פיננסית הולמת לדירוג, פרופיל נזילות טוב ביחס לדירוג וגמישות פיננסית הולמת, כאשר כרית הרווחיות סבירה ביחס לדירוג.

כאמור, לחברה פרופיל עסקי טוב, הנתמך בגודל משמעותי, כפי שמתבטא בהיקף הנכסים המנוהלים וההכנסות, בנתחי שוק משמעותיים בעסקי הליבה, במותג חזק, בבסיס לקוחות רחב ומפוזר, בפיזור קווי עסקים ומערך שיווק והפצה, התומכים ביכולת ייצור ההכנסות לאורך המחזור.

מיטב דש הינו בית ההשקעות השני בגודלו בישראל ומנהל נכסים בהיקף של כ-124 מיליארד ש"ח (ליום ה-31 במרץ 2017), התומכים ביכולתו לשמר פרופיל עסקי יציב וגמישות תפעולית לאורך המחזור ולאור חשיפה למגוון גורמים אקסוגניים המשפיעים על טעמי הלקוחות. לחברה מגוון מוצרים רחב יחסית הבולט לטובה ביחס לדירוג ולקבוצת ההשוואה, בין היתר גם לאור הרחבת פעילותה לתחומים נוספים שאינם בפעילות הליבה (הרחבת פעילות האשראי החוץ-בנקאי באמצעות השקעה בפנינסולה ורכישת סוכנויות ביטוח במהלך שנת 2016). אסטרטגית החברה להקטין את החשיפה לשוק ההון ולפתח מקורות הכנסה נוספים מהווה נקודה חיובית בדירוג, אולם, תמהיל המוצרים עדיין מוטא בחלקו (50% מהנכסים ו-40% מההכנסות לסוף שנת 2016) למוצרים בעלי חשיפה לשינויי שוק קצרי טווח - קרנות נאמנות ותעודות סל, ומייצר תנודתיות בהיקף הנכסים המנוהלים ומתבטא ביחסי שימור ותחלופת נכסים נמוכים ביחס לדירוג.

רווחיות החברה סבירה ביחס לדירוג וביחס לקבוצת ההשוואה, כאשר מבנה ההוצאות מאופיין במרכיב הוצאות קבועות מהותי. פעילות פנינסולה שאוחדה בספרי החברה הינה בעלת שיעורי רווחיות גבוהים ביחס לפעילות המסורתית וצפויה לתמוך ברווחיות העתידית של החברה ככל שמשקלה בסך ההכנסות יהפוך משמעותי יותר. כנגזר מכך לחברה יכולת יצור תזרים מזומנים טובה ויציבה יחסית הגוזרת יחס כסוי הולם לדירוג. המינוף המאזני של החברה הולם ביחס לדירוג, כאשר להערכתנו החברה תמשיך לבנות את הכרית ההונית בשנתיים הקרובות מרווחים שוטפים בניכוי דיבידנד בשיעור של 50% מהרווח, זאת כאשר לא לוקחים בחשבון פעילות מיזוגים ורכישות נוספת בטווח זמן זה.

פרופיל הנזילות של החברה טוב ומהווה כרית ביטחון מיידית כנגד הרעה לא צפויה ביכולת יצור התזרים ובנגישות לגורמי מימון. אנו מניחים כי החברה תמשיך לשמור על נכסים נזילים בהיקף משמעותי בדומה לשנים אחרונות.

להערכת מידרוג, הסביבה העסקית תמשיך להיות מאתגרת בשנתיים הקרובות, הן בשל רמת התחרות הגבוהה שצפויה להימשך להערכתנו, והן בשל פוטנציאל התשואות הנמוך והתנודתי בשוק ההון. תחרות זו חשופה לרגישות הלקוחות לתשואות המושגות, וכפועל יוצא תמשיך לשחוק את דמי הניהול בחלק מענפי הפעילות ותשפיע על יכולת שימור ותחלופת הנכסים המנוהלים. לצד זאת, לתחום החיסכון הבינוני - ארוך קיימים גורמי מאקרו תומכים ובהם שיעורי אבטלה נמוכים, עלייה בשכר הריאלי והמשך גידול בהפקדות הפנסיוניות, כאשר תמורות רגולטוריות תומכות אף הן במגזר פעילות זה.

בתרחיש הבסיס של מידרוג אנו צופים שלא יהיה גידול משמעותי בהיקף הנכסים המנוהלים וכן המשך שחיקה מסוימת בשיעור ההכנסות מסך הנכסים המנוהלים. למרות זאת, אנו מעריכים צמיחה בהיקף ההכנסות הכולל בטווח שבין 15%-10% בשנת 2017, ויציבות בשנת 2018 כאשר עיקר הצמיחה תנבע מפעילות המיזוגים והרכישות של החברה כאמור, ואילו הפעילות הקיימת צפויה לשמור על יציבות מסוימת.

בשל מרכיב משמעותי של הוצאות קבועות צפוי שיפור מסוים בכרית הרווחיות, כאשר שיעור הרווח לפני מס צפוי לנוע להערכתנו בטווח שבין 17%-18%, בשנתיים הקרובות. כנגזר מכך, יחס הכיסוי חוב ל- FFO צפוי לנוע בטווח שבין 6.5-6.0, בשנות התחזית אשר הינו איטי ביחס לדירוג. אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו כי החברה תשמור על נתוני המפתח בטווח תרחיש הבסיס שלנו.

#### מיטב דש השקעות בע"מ - נתונים עיקריים (במיליוני ₪) [1]

| 2014    | 2015    | 2016    | 31/3/2016 | 31/3/2017 |                                          |
|---------|---------|---------|-----------|-----------|------------------------------------------|
| 356     | 264     | 228     | 280       | 340       | יתרות נזילות חופשיות [2]                 |
| 931     | 835     | 806     | 850       | 863       | חוב פיננסי ברוטו [3]                     |
| 605     | 655     | 699     | 665       | 770       | הון המיוחס לבעלי המניות של החברה         |
| 1,841   | 1,789   | 2,284   | 1,825     | 2,539     | סה"כ נכסים (ללא השקעות לכיסוי תעודות סל) |
| 789     | 738     | 776     | 182       | 224       | הכנסות                                   |
| 148     | 153     | 133     | 39        | 43        | רווח לפני מס                             |
| 227     | 218     | 198     | 50        | 57        | EBITDA                                   |
| 141     | 143     | 125     | 35        | 38        | FFO                                      |
| 47      | 58      | 90      | 24        | 18        | FCF                                      |
| 133,905 | 121,861 | 119,360 | 119,052   | 124,103   | סך נכסים מנוהלים [4]                     |

|      |      |      |      |      |                                               |
|------|------|------|------|------|-----------------------------------------------|
| 33%  | 37%  | 31%  | 36%  | 30%  | הון למאזן מתואם (ללא השקעות לכיסוי תעודות סל) |
| 38%  | 32%  | 28%  | 33%  | 39%  | נכסים נזילים לחוב ברוטו                       |
| 19%  | 21%  | 17%  | 21%  | 19%  | רווח לפני מס להכנסות                          |
| 29%  | 30%  | 26%  | 27%  | 27%  | EBITDA להכנסות                                |
| x4.1 | x3.8 | x4.1 | x4.2 | x4.2 | חוב ברוטו ל- EBITDA [5]                       |
| x6.6 | x5.8 | x6.4 | x5.9 | x6.8 | חוב ברוטו ל- FFO [5]                          |

[1] ביחסים התזרימיים: FCF ו- FFO, Ebitda נטרלו תוצאות והחוב הפיננסי של פנינסולה  
 [2] יתרות נזילות מוצגות בניכוי יתרות נזילות הנדרשות לצרכים רגולטוריים  
 [3] החוב הפיננסי כולל אשראי מתאגידים בנקאיים ואחרים, התחייבויות בגין מכירת ניירות ערך בחסר, הלוואות מתאגידים בנקאיים, אגרות חוב, התחייבויות וזכאים בגין רכישת פעילות והתחייבויות בשל אופציות מכר למיעוט, בניכוי החוב הפיננסי של פנינסולה  
 [4] בינואר 2017 מוזגה איילון פנסיה וגמל לתוך מיטב דש גמל ופנסיה  
 [5] מתייחס ל- 12 החודשים האחרונים שהסתיימו ב- 31 במרץ 2017

### פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

#### פרופיל עסקי טוב ופיזור קווי עסקים תומכים ביכולת ייצור הרווחים, הסביבה העסקית תמשיך להיות מאתגרת

לחברה פרופיל עסקי טוב, הנתמך בגודל משמעותי, כפי שמתבטא בהיקף הנכסים המנוהלים וההכנסות, בנתחי שוק משמעותיים בעסקי הליבה, במוות חזק, בבסיס לקוחות רחב ומפוזר, בפיזור קווי עסקים ומערך שיווק והפצה, התומכים ביכולת ייצור הרווחים של החברה לאורך המחזור. מיטב דש הוא בית ההשקעות השני בגודלו בישראל ומנהל נכסים בהיקף של כ- 124 מיליארד ש"ח (ליום ה- 31 במרץ 2017), התומכים ביכולתו לשמר פרופיל עסקי יציב וגמישות עסקית, גם נוכח חשיפה למגוון גורמים אקסוגניים המשפיעים על טעמי הלקוחות. לחברה מגוון מוצרים רחב יחסית הבולט לטובה ביחס לדירוג ולקבוצת השוואה ומהווה נקודה חיובית בדירוג, בפרט, כאשר הפעילויות הנוספות (המימון החוץ בנקאי וסוכנויות הביטוח) חשופות פחות לשוק ההון ולכן בעלות קורלציה נמוכה ביחס ליתר פעילויות החברה, למרות חשיפה למחזוריות הכלכלית.

יש לציין, כי תמהיל המוצרים עדיין מוטא בחלקו למוצרים בעלי חשיפה לשינויי שוק קצרי טווח (קרנות נאמנות ותעודות סל - כ- 50% מסך הנכסים המנוהלים וכ- 40% מההכנסות לסוף שנת 2016) ולמוצרים בעלי פוטנציאל צמיחה נמוך (ניהול תיקים). הטיה זו משתקפת בפדיונות משמעותיים בשנים האחרונות בקרנות נאמנות (בעיקר בקרנות הכספיות) ובתעודות סל, נוכח הסביבה העסקית המאתגרת ופוטנציאל תשואות תנודתי ונמוך. היקף הנכסים המנוהלים ממוצרים בעלי פוטנציאל צמיחה גבוה (קרנות פנסיה) השתפר

משמעותית ברבעון הראשון של שנת 2017 נוכח מיזוג פעילות הגמל והפנסיה של איילון<sup>3</sup>, אולם משקלו בתמהיל הנכסים המנוהלים עדיין נמוך יחסית.

תרחיש הבסיס שלנו מניח, כי הסביבה העסקית צפויה להיותר מאתגרת בשנתיים הקרובות, הן בשל רמת תחרות גבוהה בחלק ממגזרי הפעילות, שמונעת גם מרגולציה מעודדת תחרות, שצפויה להימשך להערכתנו ולהמשיך וללחוץ על דמי הניהול והן בשל פוטנציאל התשוואות הנמוך והתנודתי בשוק ההון. אלו משתקפים ביחסי שימור<sup>4</sup> הנכסים המנוהלים ותחלופת<sup>5</sup> הנכסים המנוהלים (כ-70% ו-85% בממוצע בשנים 2014-2016) אשר הינם נמוכים ביחס לדירוג ואינם צפויים להשתפר מהותית להערכתנו בטווח הזמן הקצר. בתרחיש זה הנחנו כי גורמי המאקרו תומכים בהמשך גידול בנכסים המנוהלים במגזר החיסכון הבינוני ארוך, כאשר הצמיחה במשק צפויה לעמוד על כ-3.0%-3.4% בשנים 2017-2018 ולתמוך בעליית השכר הממוצע, כאשר חלה עלייה בשיעור ההפקדות הפנסיוניות, שיעור האבטלה צפוי להיותר נמוך ויציב, וקצב גידול האוכלוסייה צפוי לשמור על יציבות (כ-2% בשנה).

להערכתנו, החברה צפויה להמשיך לשמור על פרופיל עסקי טוב בטווח הזמן הקצר והבינוני, למרות הסביבה העסקית המתגרת וזאת בשל תמהיל הפעילות וגודלה של החברה, אך ללא גידול משמעותי בהיקף הנכסים המנוהלים להערכתנו בשנתיים הקרובות ועם שונות בענפי הפעילות. בענפי ניהול התיקים, הגמל והפנסיה (לאחר מיזוג איילון) אנו לא צופים גידול אורגני משמעותי בשנתיים הקרובות. במכשירים קצרי הטווח (קרנות נאמנות ותעודות סל) אנו מעריכים כי תחול שחיקה מצטברת של כ-5% (בנטרול השפעת יציאת קרנות ההוסטינג) באותה התקופה, גם בשל הצפי להתפתחות הריבית במשק ושינוי שיטת הדירוג במערכת דירוג קרנות הנאמנות בבנקים המפצים. מנוע הצמיחה העיקרי של החברה בטווח של השנתיים הקרובות הינו פעילות האשראי של פניסולה. פעילות זו תומכת בפיזור וביכולת ייצור ההכנסות של החברה בטווח הזמן הבינוני - ארוך ומקטינה את החשיפה קצרת הטווח לתנודתיות השווקים ככל שמשקלה בתמהיל ההכנסות יגדל, בהינתן שלא יחולו הקלות במדיניות החיתום של פניסולה.

### שיפור ביכולת ייצור ההכנסות לצד רווחיות סבירה ביחס לדירוג

לחברה יכולת ייצור הכנסות טובה ביחס לתמהיל הפעילות (יחס הכנסות לנכסים מנוהלים של כ-0.50% בממוצע בשנים 2014-2016), אשר נתמכת בפרופיל עסקי טוב ופיזור מקורות הכנסה כאמור. בתרחיש הבסיס אנו מעריכים צמיחה בהיקף ההכנסות הכולל בטווח שבין 10%-15% בשנת 2017, ויציבות בשנת 2018 כאשר עיקר הצמיחה תנבע מפעילות המיזוגים ורכישות של החברה כאמור, ואילו הפעילות הקיימת צפויה לשמור על יציבות מסוימת, זאת נוכח היעדר גידול משמעותי להערכתנו בהיקף הנכסים המנוהלים (השפעת עסקת איילון תקוזה להערכתנו בהמשך שחיקה בנכסי החיסכון לטווח קצר) בעיקר נוכח הסביבה המוניטארית המתגרת, פוטנציאל ייצור תשואה נמוך יותר והמשך שחיקה בדמי הניהול (בחלק מהענפים), נוכח תחרות אגרסיבית ותמורות רגולטוריות, המעודדות תחרות מחיר. תרחיש זה אינו לוקח בחשבון המשך רכישת פעילויות חדשות. יש לציין, כי היקף הכנסות זה הולם ביחס לדירוג. בתרחיש זה צפוי שיפור מסוים בשיעורי הרווחיות (הנמדדת כשיעור הרווח לפני מס להכנסות), אשר ינועו בטווח שבין 17%-18% בשנתיים הקרובות, בשל הצמיחה הצפויה בהיקף ההכנסות, מרכיב משמעותי של הוצאות קבועות ואיחוד הפעילות הצומחת של פניסולה שהינה בעלת שיעורי רווחיות גבוהים יותר ביחס לשאר פעילויות החברה. בנטרול פעילות פניסולה שיעורי הרווחיות צפויים לנוע בטווח של 15%-16% באותה התקופה, הנמוכים ביחס לשנים האחרונות. שיעורי הרווחיות של החברה סבירים ביחס לדירוג וביחס לקבוצת התשוואה, כאשר מגזרי ניהול החיסכון לזמן ארוך הינם בעלי רווחיות תפעולית ממוצעת נמוכה יחסית אולם נראות הכנסות סבירה, ואילו בענפי תעודות הסל וקרנות הנאמנות הרווחיות טובה יותר, גם נוכח מבנה ההוצאות, אולם נראות ההכנסות נמוכה יחסית.

<sup>3</sup> איילון פנסיה וגמל בע"מ התמזגה לתוך מיטב דש גמל ופנסיה בע"מ, כנגד הקצאת מניות כך שהחברה מחזיקה, בעקיפין, ב-80% ממניות מיטב דש גמל ופנסיה בע"מ וקבוצת איילון מחזיקה ב-20% מהון המניות של מיטב דש גמל ופנסיה בע"מ. נכסים בהיקף של כ-8 מיליארד ש"ח, שהיו בניהול איילון, עברו לניהול מיטב דש גמל ופנסיה.

<sup>4</sup> היחס שבין יתרת הפתיחה של הנכסים המנוהלים בניכוי פדיונות במהלך השנה ליתרת הפתיחה של הנכסים המנוהלים.

<sup>5</sup> יחס יצירות לפדיונות במהלך השנה.

### איתנות פיננסית הולמת לדירוג הנתמכת במינוף מאזני הולם מנגד יחסי הכיסוי הצפויים איטיים ביחס לדירוג

החברה מאופיינת במינוף מאזני הולם, כפי שמתבטא ביחס ההון המותאם (ללא זכויות מיעוט) למאזן המותאם (בנטרול נכסי תעודות הסל והפיקדון), שעמד על כ-30% ליום ה-31 במרץ 2017 (ועל כ-38% בנטרול פנינסולה). מידרוג צופה, כי כרית ההון תמשיך להיבנות בטווח הזמן הקצר והבינוני כתוצאה מצבירת רווחים ובניכוי חלוקת דיבידנדים בשיעור גבוה יחסית מתוך הרווח הנקי (כ-50%) כך שיחס המינוף ינוע להערכתנו בטווח שבין 28%-30% לאורך המחזור. כרית הונית זו סופגת בצורה טובה להערכתנו את נכסי הסיכון במאזן החברה ובפרט בתרחישי קיצון שערכנו על תיק האשראי של פנינסולה.

מידרוג ביצעה מספר תרחישי קיצון בדרגות חומרה משתנות לגבי הפסדים בלתי צפויים שעלולים להיגרם לחברה כתוצאה מההחזקה בפנינסולה ומתוך הנחה שהחברה תספק תמיכה מסוימת במידת הצורך בין היתר כדי לא להסתכן בסיכון מוניטין אל מול הגורמים המממנים (אין ערבות פורמלית). להערכת מידרוג, ובהתאם לתרחישי הקיצון שביצענו, החברה תמשיך לשמר יחסי איתנות הולמים לדירוג, גם נוכח הפסדים בלתי צפויים בגין פנינסולה וזאת נוכח מח"מ התיק הקצר והכרית ההונית בפנינסולה.

לחברה יכולת יצור תזרים מזומנים טובה ויציבה יחסית, כאשר להערכתנו היקף ה-FFO שהחברה תייצר בטווח הזמן הקצר והבינוני ישתפר כתוצאה מהשיפור הצפוי בהיקף הרווח כאמור, אך יחס הכיסוי חוב ל-FFO אינו צפוי להשתפר מהותית וינוע להערכתנו בטווח שבין 6.0-6.5 בשנתיים הקרובות, בדומה ליחס של 5.8-6.6 בשנים 2014-2016, אשר הינו איטי ביחס לדירוג.

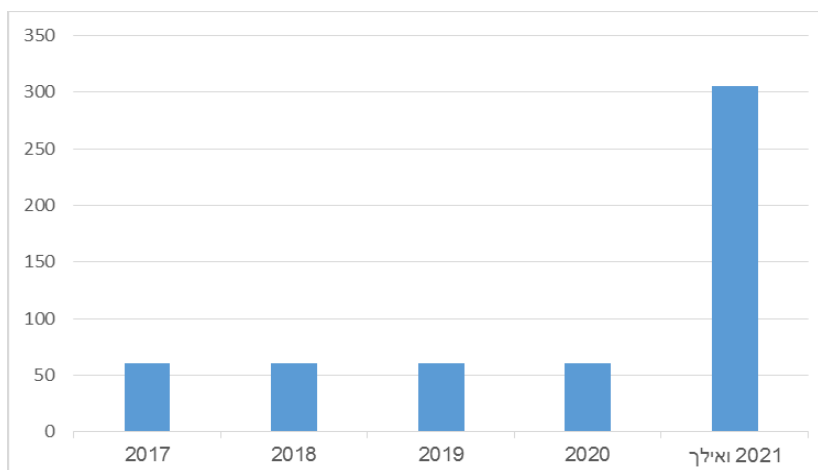
בהקשר זה נציין כי החוב הפיננסי וה-FFO שנלקחו לצורך חישוב יחס הכיסוי מנוטרל פנינסולה למעט הנחת דיבידנד שצפויה לחלק האחרונה בטווח זמן זה.

### פרופיל נזילות טוב ביחס לדירוג וגמישות פיננסית הולמת

לחברה גמישות פיננסית הולמת ביחס לדירוג, כפי שמשקף ביחס החוב ל-EBITDA אשר נע בטווח שבין 3.8-4.1 בשנים 2014-2016, וצפוי לנוע להערכתנו בטווח של 3.5-4.0 בטווח הזמן הקצר והבינוני, נוכח שיפור צפוי ב-EBITDA (ללא פנינסולה) שתעמוד להערכתנו בתקופת התחזית על כ-220-230 מיליוני ₪ בשנים 2017-2018. ה-EBITDA תושפע מחד מהיעדר גידול משמעותי בהיקף הנכסים המנוהלים וירידת דמי הניהול במגזרים מסוימים כאמור, ומנגד תפוצה בתזרים ממגזר הפנסיה ומפעילויות סוכנויות הביטוח. בנוסף, נתמכת הגמישות הפיננסית במרחק הולם מהקובננטים ונגישות טובה לגורמי המימון.

פרופיל הנזילות של החברה טוב ונתמך במרכיב משמעותי של מלאי נכסים נזילים חופשיים באיכות טובה (מזומן ואג"ח ממשלת ישראל ובנטרול היתרות הנדרשות לצרכים רגולטוריים), המהווה כרית ביטחון מיידית כנגד הרעה לא צפויה ביכולת יצור התזרים ובנגישות לגורמי מימון ובמסגרות אשראי חתומות ולא מנוצלות בהיקף של כ-50 מיליון ₪ ליום ה-31 במרץ 2017 (כ-70% מצרכי שירות החוב 12 חודשים קדימה). אלו מהווים כ-33% מהחוב ברוטו- נתון הבולט לטובה ביחס לדירוג ואשר לא צפוי להשתנות מהותית להערכתנו בטווח הזמן הקצר והבינוני.

### מיטב דש השקעות (סולו), לוח סילוקין אג"ח ג' ליום 31 במרץ 2017, במיליוני ₪:



**אופק הדירוג****גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:**

- חיזוק מעמד החברה בענפי פעילות בעלי חשיפה מתונה לשווקים, לרבות צמיחה בת-קיימא בהיקפי הנכסים המנוהלים שתתבטא בשיפור משמעותי בהכנסות החברה ובכריות הרווחיות

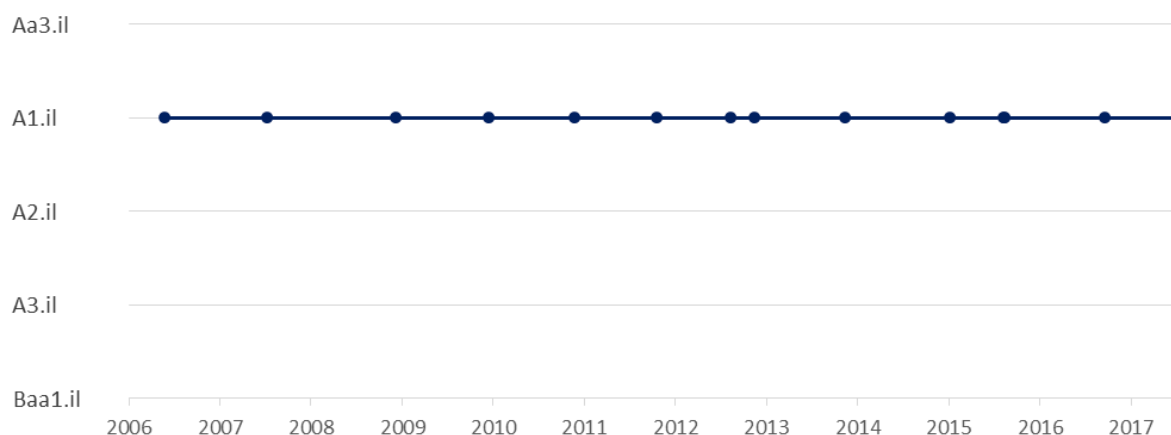
- קיטון משמעותי במינוף המאזני ושיפור ביחסי הכיסוי

**גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:**

- פגיעה משמעותית בפרופיל העסקי
- הרעה משמעותית ביחסי האיתנות הפיננסית
- שחיקה משמעותית בגמישות הפיננסית

**אודות החברה**

החברה עוסקת בעצמה ובאמצעות החברות המוחזקות שלה (להלן - "הקבוצה") בפעילויות בשוק ההון הכוללות בעיקר ניהול נכסים פיננסיים לרבות, קרנות השתלמות, קופות גמל, קרנות פנסיה, תעודות סל ותעודות התחייבות, קרנות נאמנות ותיקי השקעות. כמו כן, עוסקת הקבוצה בפעילויות נוספות כגון פעילות חבר בורסה וברוקראז', סוכנויות ביטוח, אשראי חוץ בנקאי, הפצת קרנות זרות ומחזיקה במכללה ללימודי שוק ההון. מנכ"ל החברה הינו מר אילן רביב. בעלי השליטה בחברה הינם ברם פיננסים בע"מ (כ-28% בהון) וצבי סטפק (באמצעות חברות שבשליטתו, כ-27% בהון). בין בעלי השליטה נחתם הסכם המסדיר את שליטתם המשותפת בחברה.

**היסטוריית דירוג****דוחות קשורים**

[מיטב דש השקעות בע"מ - מעקב - ספטמבר 2016](#)

[מתודולוגיית דירוג בתי השקעות - נובמבר 2015](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

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

## מידע כללי

|                     |                                      |
|---------------------|--------------------------------------|
| 26.07.2017          | תאריך דוח הדירוג:                    |
| 27.09.2016          | התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג: |
| 28.05.2006          | התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:     |
| מיטב דש השקעות בע"מ | שם יוזם הדירוג:                      |
| מיטב דש השקעות בע"מ | שם הגורם ששילם עבור הדירוג:          |

## מידע מן המנפיק

מידע מסתמכת בדירוגיה בין השאר על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

## סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

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

© 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, לתרגם או להציג מסמך זה למטרה כלשהי, מסחרית או אחרת, ללא הסכמת מידרוג מראש ובכתב.

#### אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכונים הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה.

דירוגי מידרוג ו/או פרסומיה הנם בגדר חוות דעת סובייקטיביות, הנכונים למועד פרסומם (וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו) 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 בשער 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 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.

סקירות כלליות אשר מפורסמות על ידי מידרוג אינן מיועדות לשמש לשם הערכה של השקעה כלשהי, אלא לשם העברת ידע כללי ו/או נתונים המצויים בחזקת מידרוג, במגבלות האמור לעיל לגבי המידע ששימש בהכנתן. אין באמור בסקירות אלה כדי להוות חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בסקירה כללית ולשנות את עמדתה לגבי האמור בה בכל עת. אין לראות, להתייחס או להסתמך על האמור בסקירה כללית כאל חוות דעת או ייעוץ מכל סוג שהוא. סקירה כללית איננה מהווה חלק מהמתודולוגיה המקצועית של מידרוג, היא משקפת את דעתו האישית של כותב המסמך ואיננה משקפת בהכרח את דעתה של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין 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 נושא 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 אחרת שהדין אינו 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 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.