



Mirland Development Corporation plc.

מעקב | דצמבר 2015

1

אנשי קשר:

רו"ח אורן שרייבר, אנליסט
orans@midroog.co.il

עו"ד (רו"ח) אילון גרפונקל, ראש צוות בכיר
eylong@midroog.co.il

רן גולדשטיין, עו"ד (חשבונאי) סמנכ"ל (ראש תחום נדל"ן)
rang@midroog.co.il



Mirland Development Corporation Plc.

אופק: שלילי	דירוג: B3.il	דירוג סדרות
-------------	--------------	-------------

מידרוג מודיעה על הורדת דירוג סדרות אג"ח א', ב', ד', ה' ו-ו' שבמחזור, אותן הנפיקה Mirland development corporation plc. (להלן: "החברה") מ-B1.il ל-B3.il. כמו כן, מידרוג מודיעה על הוצאת סדרות האג"ח מרשימת המעקב (Credit Review) עם השלכות שליליות והצבת אופק שלילי לסדרות האג"ח שבמחזור.

להלן פירוט האג"ח במחזור של החברה, המדורגות על ידי מידרוג (בכפוף לאישור הסדר החוב):

מספר ני"ע	מועד הנפקה מקורית	ריבית שנתית נקובה	תנאי הצמדה	יתרת אג"ח לאחר ההסדר	יתרת שנות פירעון האג"ח	מטבע: מ' דולר
1108349	דצמ-07	7.75%	מדד	3	2018-2019	אג"ח א'
1108356	דצמ-07	4.33%	מט"ח	17	2018-2019	אג"ח ב'
1121342	נוב-10	7.25%	מדד	40	2019-2021	אג"ח ד'
1129394	יול-13	8.46%	שקלי	97	2019-2024	אג"ח ה'
1133461	ספט-14	6.75%	שקלי	37	2019-2023	אג"ח ו'

195

סה"כ

*לחברה ישנה סדרת אג"ח נוספת, סדרה ג', אשר אינה מדורגת על ידי מידרוג. יתרת הסדרה עומדת על כ-30 מ' דולר.
**סדרה ד' מוצגת בקיזוז רכישה עצמית ע"י חברות בנות, בהיקף ע.ג. של כ-12.5 מ' דולר

הורדת הדירוג והצבת אופק שלילי נובעים, בין היתר, מהגידול בסיכון פעילות החברה הנובע מהמשך החולשה ואי הוודאות הסובבת את הכלכלה הרוסית, הסובלת מהירידה החדה והתנועתית במחירי הנפט בשנה האחרונה, בשילוב משבר גיאופוליטי באזור ומשטר הסנקציות הכלכליות שהוחל על המדינה. על רקע האמור, הופחת דירוג האשראי הבינלאומי של רוסיה ע"י מודיט'ס לדירוג Ba1 באופק שלילי (כאשר בטרם המשבר, דירוג המדינה היה Baa1). בהמשך לאמור, ביטוי להידרדרות הכלכלה הרוסית ניתן למצוא בפיחות שער הרובל (בייחוד אל מול הדולר) יחד עם השינויים החדים בריבית הבנק המרכזי הרוסי, ירידת דמי השכירות ושווי הנכסים במונחים דולרים וקיטון בביקוש לשטחי נדל"ן חדשים. את ההשפעות ניתן להדגים בשחיקה בשווי הנכסים המניבים של החברה, שירדו בכ-70.8 מ' דולר ותרמו להפסד נקי של כ-83.7 מ' דולר (לתקופה של 1-9.2015); מהמשך שחיקה בפעילות החברה, כפי שמשקפת משחיקה מהפסדים מתמשכים ושחיקה בשווי הנכסים המניבים של החברה. עיקר השחיקה נובעת מהמשבר שפוקד את כלכלת רוסיה ואשר התחיל לקראת סוף שנת 2014; במקביל יש לציין כי בעלי האג"ח אישרו את הסדר החוב המוצע בנוגע לסדרות האג"ח במחזור של החברה (תנאי הסדר החוב יפורטו בפסקה הבאה), הנותן רגיעה זמנית בלחץ התזרימי על החברה. חתימה על הסדר החוב האמורה תביא לפריסה מחודשת של לוח הסילוקין של האג"ח שבמחזור החברה. פריסה זו, להערכת מידרוג, משפרת את הנראות התזרימית של החברה בטווח המיידי ולולא ביצוע הסדר החוב האמור, החברה לא היתה מסוגלת, ככל הנראה, לשרת את חובותיה באופן אשר היה מביא להורדת דירוג חדה יותר. יחד עם זאת, הסדר החוב האמור כולל אתגרים משמעותיים שעל החברה לעמוד בהם ושחלקם אינם בשליטת החברה וקשורים להתאוששות כלכלת רוסיה ויכולת החברה לבצע מימון מחדש של הלוואות ולאו למכור נכסים מניבים וקרקעות בעתיד.



הסדר החוב המוצע כולל מספר מרכיבים עיקריים, בהם הזרמת הון של בעלי המניות הנוכחיים בהיקף של 15 מ' דולר, שתבוצע בשני שלבים במהלך 2015 ובתחילת 2016. מנגד, בעלי אגרות החוב הסכימו לדחייה של תשלומי הקרן, שיחלו רק מחדש יולי, 2018 ואילך (לעומת לוח הסילוקין הקודם). הסדר החוב מעניק לבעלי אגרות החוב תשלומי ריבית מוגדלים בשיעור של 1.25%. בנוסף מוקצה לבעלי האג"ח הון בשיעור של כ-13.7% ממניות החברה ואופציות לעוד כ-11.6% למימוש בשנים הקרובות. מנגד, בעלי השליטה הנוכחיים יקבלו אופציות שיאפשרו, במימושו בהיקף הזרמה של כ-35 מ' דולר, לעלות לכ-88% מהשליטה בחברה. כמו כן, האג"ח של החברה, המוחזקות על ידי בעלי השליטה בחברה (קרי - חברות כלכלית ירושלים, מבני תעשייה, ודרבן), הונחתו וישולמו רק לאחר מועד פירעון הקרן הראשון של שאר האג"ח. במקביל, ימונה דירקטור מטעם מחזיקי האג"ח לדירקטוריון החברה.

להערכת מידרוג, כלל עקרונות ההסדר העיקריים כפי שתוארו לעיל, נושאים בחובם השפעה חיובית על יכולת החברה לשרת את תזרים המזומנים בטווח זמן הקצר-בינוני. יחד עם זאת, עומס החוב לשירות משנת 2018 ואילך מבוסס בעיקרו על התאוששות הכלכלה הרוסית והיכולת של החברה לממש נכסים ואו לממן מחדש הלוואות, באופן שמגדיל את חשיפת החברה לגורמים חיצוניים שאינם בשליטתה.

השלכות הסדר החוב

על פי תהליך אישור הסדר החוב, יש לקבל את אישור בית המשפט בקפריסין ואת אישור בעלי המניות של בעלות השליטה בחברה. ההסדר כלל, בין היתר, הזרמת הון על ידי הבעלים לתוך החברה ופריסת החוב למח"מ ארוך (כפי שתואר לעיל).

יש להדגיש כי אין שינוי במתודולוגיית הדירוג לבחינת חברה שעברה ולא עוברת תהליך של הסדר נושים ומדורגת מחדש, לאחר ארגון חובותיה. יחד עם זאת, במסגרת שיקולי הדירוג האיכותיים נלקחות בחשבון הנסיבות אשר הובילו למצב של הסדר חוב והשלכותיו על פעילות החברה. במצב בו ההסדר לא יאושר על פי מתכונתו הנוכחית ולא יהיה שינוי כלשהו ביישום ההסדר, תיתכן השלכה על דירוג החברה.

עצם ביצוע הסדר החוב פוגע בהערכת האיכותית של החברה, שכן מטרתו הייתה לאפשר התמודדות עם עומס החוב על רקע קשיי מימוש נכסים ויצירת מקורות תזרים תוך מיקוד עיקר הפעילות לשווקים בעלי רמות סיכון גבוהות יותר. כמו כן, להסדר עלולות להיות השלכות בטווח הקצר-בינוני בנוגע לנגישות החברה לשוק ההון והחוב, בשל פגיעה במוניטין החברה והגבלות משפטיות החלות עליה, כתוצאה מהסדר הנושים.

במסגרת ניתוח מצב החברה נלקחו בחשבון תרחישים שונים, בהם המשך הדרדרות במצבה של רוסיה אשר עלול להביא לאי עמידת החברה ביכולת לשרת את חובותיה ללא הנזלתה בטווח זמן קצר ובינוני. על פי ניתוח התרחישים האמורים, ועל פי יחס החזר החוב האפשרי (Recovery) במצב של חדלות פירעון, החברה נמצאת ברמת דירוג נמוכה משמעותית מזו שניתנה לה. יחד עם זאת, מידרוג מעריכה כי תנאי ההסדר מאפשרים לחברה לשרת את התחייבויותה בטווח הקצר ולהמתין לתרחיש של התייצבות הכלכלה הרוסית ואף להתאוששותה. בנוסף, בטווח הבינוני והארוך, יתכן ולחברה תהיה יכולת לממש נכסים מניבים ולאו לממן מחדש הלוואות קיימות בעתיד. לפיכך, הדירוג משקלל מחד את נזילות החברה בטווח הקצר ומאידך את תלות החברה באירועים אקסוגניים לצורך שירות החוב בטווח הארוך.

חולשה במצב המאקרו-כלכלי של רוסיה משליך לשלילה על פרופיל הסיכון בחברה, מעיב על כלל פעילות החברה ועל יכולתה לייצר תזרים בהיקף מספק ובנראות גבוהה לצורך שירות החוב

בשנה האחרונה חלה התפתחות שלילית משמעותית בכלכלת רוסיה, הנובעת הן מהרעה במצבה הגיאופוליטי וביחסים עם מדינות המערב והן מירידה משמעותית של מחירי הנפט בעולם. בהמשך לאמור, ביטוי להידרדרות הכלכלה הרוסית ניתן למצוא בפחות שער הרובל (בייחוד אל מול הדולר). היחלשות זו באה לידי ביטוי בצפי לירידה בתוצר הרוסי של כ-4%-3% בשנת 2015, אינפלציה של כ-13%-12% וירידה בהכנסת משקי הבית הפנויה בשיעור של כ-10%-8%. בשלב זה שיעור האבטלה נותר נמוך ועומד על כ-5% ברוסיה ופחות מ-2% במוסקבה.

בעקבות המשבר בכלכלה הרוסית אנו רואים כי החברה נאלצה להכיר בשערוכים שליליים בשווי הנכסים המניבים שלה בהיקף של כ-23.3 מ' דולר במהלך 3 הרבעונים הראשונים בשנת 2015 (בנוסף להפרכי שער בהיקף שלילי של כ-51.4 מ' דולר נוספים). לא ניתן עדיין לחזות האם מגמת השחיקה בשווי הנכסים ובהתאם בהיקף ההון העצמי של החברה תימשך, באופן שיקטין את בסיס ההון של החברה ואת "כרית הביטחון" לצורך פירעון חובות החברה. כמו כן, העמקת המשבר מקטינה את אפשרויות החברה לבצע מימוש של נכסים בעת הצורך ולאו לממן מחדש חובות.



לאור אי הוודאות הקיים בהתאוששות של השוק הרוסי והשפעתו הישירה על פרופיל הסיכון של החברה, מידרוג מעריכה לשלילה את השפעות הכלכלה הרוסית על פעילות החברה.

פגיעה משמעותית בנגישות החברה למחזור חוב ולמימוש נכסים מניבים וקרקעות בעת הצורך מובילים להרעה בפרופיל הסיכון ככל שלא יחול שיפור בכלכלה הרוסית

נכון ליום 30/9/15 נזילות החברה עמדה על כ-23 מיליון דולר כאשר חלק מהסכום נמצא בחברות הבנות של החברה. על פי התזרים החוזי של החברה, כפי שפורסם בדוחות של ספטמבר 2015, הסדר החוב עם בעלי אגרות החוב במהלך חודש נובמבר, 2015 ונמצא בבסיסו, בשנים 2015-2018 מקורות התזרים מבוססים על 3 מרכיבים עיקריים, הכוללים 15 מ' דולר הזרמה הנית של בעלי המניות הנוכחיים, המשך מכירות ומשיכות עודפים מפרויקט יזום למגורים של החברה במוסקבה ובסנט פטרסבורג וקבלת תזרים לקראת סוף התקופה בהיקף של כ-25 מ' דולר (שמקורו במכירת נכסים מניבים ולא במימון מחדש לש הלוואות). מקורות אלו כוללים בנוסף תזרים שוטף מהנכסים המניבים של החברה, אשר משרתים את הריבית בגין הלוואות על נכסים אלו וחלק מהפירעון השנתי של אותן הלוואות.

יש לציין לחיוב כי החברה ממשיכה בפיתוח פרויקט יזום למגורים, כאשר לגבי הפרויקט "פרקושקובו", אשר בנייתו נסתיימה לפני מספר שנים, קיים קצב מכירות טוב ביחס לשנים קודמות (מתוך סך של 77 יח"ד שבנייתו נסתיימה, נמכרו עד מועד הדוחות הכספיים 51 יח"ד). כמו כן, בנוגע לפרויקט הדגל של החברה בסנט פטרסבורג, קצב המכירות הינו טוב, כאשר החברה נמצאת בהיקף מכירות של כ-947 יח"ד בשלב ג' (כ-70% מסך היח"ד) וכ-349 יח"ד בשלב ד' (כ-28% מסך היח"ד). מסירת הדירות בשלבים אלו מתוכננת לשנים 2016 ו-2017 (לאחר תאריך המאזן החברה מכרה עוד כ-60 יח"ד נוספות בשני השלבים האמורים). יתרת היח"ד בפרויקט לפיתוח עתידי עומד על כ-5,270 יח"ד, שצפויים למסירה משנת 2019 ואילך. יש להדגיש כי רמות המחירים הממוצעות של הדירות במטבע המקומי, אין פגיעה משמעותית ביחס לתקופה שלפני המשבר.

יש לציין כי התזרים האמור מתבסס במידה רבה על התייצבות הכלכלה הרוסית ובמידה ותהיה הרעה נוספת בכלכלה, מידרוג מעריכה כי קיימת סבירות גבוהה כי התקבולים ויתרות המזומנים הנוכחיות לא יוכלו לשרת את שימושי התזרים בטווח הקצר-בינוני, באופן שיחייב את החברה למצוא מקורות תזרים נוספים.

הגמישות הפיננסית של החברה הינה נמוכה, בין היתר, בשל מחנק אשראי מסוים הקיים במערכת הבנקאית ברוסיה באופן המקשה על מימון מחדש וקבלת תזרים עודף בגין הגדלת הלוואות קיימות. יחד עם זאת, במידה והכלכלה הרוסית תתאושש בשנים הקרובות, מידרוג מעריכה כי לאור היקף פירעונות החוב הבנקאי בשנים הקרובות, ככל שיכול שיפור בנגישות החברה למקורות מימון, יתכן ויחול שיפור מסויים בגמישות מסוימת בגין מימון מחדש של נכסים מניבים (בהנחה ושוי הנכסים לא יישחק והחברה תעמוד בתכנית פירעונות הלוואות הנוכחית).

להלן מוצג לוח הסיילוקין של האג"ח לאחר אישור הסדר החוב של החברה:



*נתוני נזילות בתרשים מתייחסים ליתרות הנזילות של החברה נכון ל-30/9/15 בהתאם לשע"ח שקלולדור שהיה נכון לאותו מועד, בקיזוז רכישה עצמית של אג"ח ד' שבוצעה על ידי חברות בנות

נתונים פיננסיים עיקריים ל-30/09/15

31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	30/09/2014	31/12/2014	30/09/2015	מטבע: א' דולר
47,533	41,951	103,810	61,805	86,259	76,759	סה"כ הכנסות
20,339	6,203	39,760	31,436	39,057	18,574	רווח גולמי
43%	15%	38%	51%	45%	24%	שיעור רווח גולמי
33,485	(31,554)	55,212	82,936	84,802	(23,354)	שערך נדל"ן להשקעה
(6,349)	19,892	(33,967)	(45,057)	(149,361)	(51,396)	הפרשי שער בדוח רווח והפסד
5,479	(11,847)	20,233	14,521	20,170	3,780	EBITDA בנטרול שערוכים
(15,890)	(23,559)	(31,365)	(25,837)	(35,421)	(25,376)	הוצאות מיסוך, נטו
28,525	(42,302)	6,206	25,896	(62,877)	(83,677)	רווח (הפסד) לתקופה
357,022	329,858	423,891	500,161	470,794	482,332	חוב פיננסי
32,333	25,669	66,154	79,449	40,646	22,726	נזילות
324,689	304,189	357,737	420,712	430,148	459,606	חוב פיננסי, נטו
701,245	644,855	794,166	856,621	631,646	539,203	CAP
668,912	619,186	728,012	777,172	591,000	516,477	CAP נטו
347,138	317,347	331,717	306,759	141,447	51,220	הון עצמי וזכויות מיעוט
347,138	317,347	301,824	276,436	117,971	31,867	הון עצמי ללא זכויות מיעוט
7,099	77,321	75,684	114,388	88,471	70,542	מקדמות מרוכשי דירות
732,506	666,333	817,486	901,206	668,135	579,024	סך מאזן בנטרול מקדמות
51%	51%	53%	58%	75%	89%	חוב פיננסי \ CAP
49%	49%	49%	54%	73%	89%	חוב פיננסי נטו \ CAP נטו
47%	48%	41%	34%	21%	9%	הון עצמי למאזן בנטרול מקדמות
(19,250)	(23,528)	(8,511)	(12,829)	(19,940)	(5,318)	FFO
שילי	שילי	שילי	שילי	שילי	שילי	חוב פיננסי נטו / FFO
59	(26)	18	22	21	91	חוב פיננסי נטו \ EBITDA
0.3	(0.5)	0.6	0.6	0.6	0.1	EBITDA \ הוצאות מיסוך, נטו

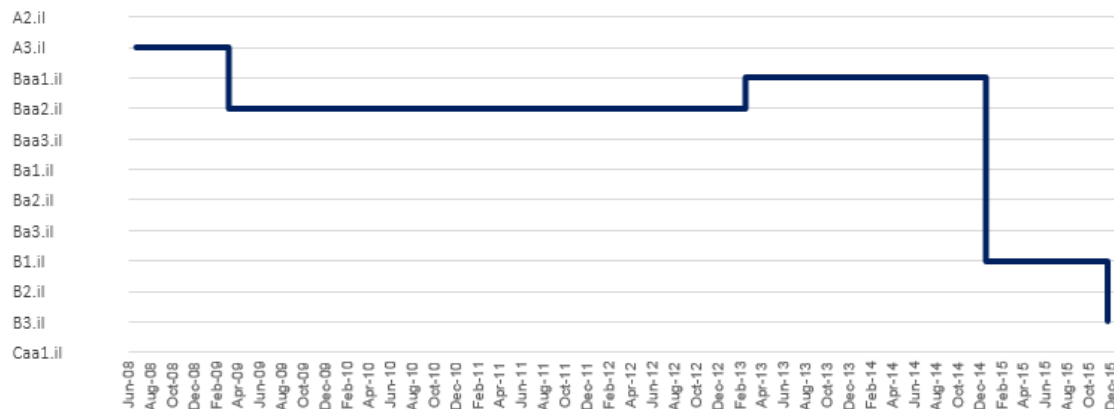
גורמים העשויים לשפר את הדירוג ואת אופק הדירוג

- שיפור משמעותי בנזילות החברה וקיטון משמעותי בחוב הפיננסי כתוצאה ממכירת נכסים/מימון מחדש של נכסים משמעותיים
- מכירת דירות בקצב משמעותי בפרויקטים הקיימים, באופן שיוביל להגדלה משמעותית בתזרים המזומנים, תוך שמירה על האיתנות הפיננסית

גורמים העלולים לפגוע בדירוג החברה ואת אופק הדירוג

- המשך הרעה מהותית בסביבה העסקית בה פועלת החברה, באופן שיוביל לפגיעה בתזרימי המזומנים ו/או בשווי הנכסים וכתוצאה יוביל לפגיעה באיתנות הפיננסית של החברה
- קיטון משמעותי בשווי הנכסים באופן הפוגע בהיקף ההחזר הצפוי לבעלי האג"ח.

היסטוריית דירוג



7

פרופיל החברה

Mirland Development Corporation Plc ("מירלנד" או "החברה") מצויה בשליטת קבוצת "כלכלית ירושלים" (להלן: "כלכלית ירושלים"), כך שכל פעילות הנדל"ן של כלכלית ירושלים ברוסיה מתבצעת דרך מירלנד. החברה נמצאת בבעלות חברה כלכלית ירושלים בע"מ, חברת מבני תעשייה בע"מ, דרבן השקעות בע"מ, בשיעור כולל של כ-85%, והשאר על ידי גורמים פרטיים נוספים ובידי הציבור. החברה פועלת, נכון למועד דוח זה, ברוסיה בלבד, בייזום ופיתוח של פרויקטים לנדל"ן מניב במסחר, לוגיסטיקה, משרדים ובייזום למגורים. לחברה נכסים מניבים בשטח להשכרה של כ-130 אלף מ"ר ופרויקטים יזמיים לבניית נכסים מניבים נוספים. בנוסף, לחברה 2 פרויקטים בתחום הנדל"ן למגורים, להקמתן של אלפי יח"ד.

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

[Ratings Assigned to Non-Financial Corporates Emerging from Bankruptcy](#), נובמבר 2010

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

[חברות נדל"ן ייזום למגורים בישראל - sector comment](#), מאי 2015.

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#) - אוגוסט 2015

[מתודולוגיה לדירוג תאגידים לא-פיננסיים](#) - ספטמבר 2015.

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

תאריך דוח קודם: 11 ביוני 2015

תאריך דוח: 7 בדצמבר, 2015

מונחים פיננסיים עיקריים

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

* 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.

מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.	Aaa.il
מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.	Aa.il
מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.	A.il
מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	Baa.il
מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.	Ba.il
מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.	B.il
מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.	Caa.il
מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.	Ca.il
מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.	C.il

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 קטגורית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגורית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגורית 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 או להציג מסמך זה למטרה כלשהי, מסחרית או אחרת, ללא הסכמת מידרוג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכוני 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 גלוות 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 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 השקעה 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 הדין, 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 עבודת ועדת הדירוג שלה.