



# שניב תעשיות נייר בע"מ

מעקב | אוקטובר 2015

אנשי קשר:

הדר סגל, אנליסט

[hadars@midroog.co.il](mailto:hadars@midroog.co.il)

סיגל יששכר, סמוכ"ל, ראש תחום מימון חברות

[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)



## שניב תעשיות נייר בע"מ

אופק דירוג: יציב	Baa1.il	דירוג סדרה
------------------	---------	------------

מידרוג מאשרת מחדש דירוג Baa1.il באופק יציב לאגרות החוב (סדרה ב') שהנפיקה שניב תעשיות נייר בע"מ ("שניב" או "החברה"). הדירוג חל על סדרת האג"ח במחזור, כדלקמן:

סדרה	מס' ני"ע	מועד ההנפקה המקורית	ריבית שנתית נקובה	תנאי הצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 30/06/2015 (במיליוני ₪)	יתרת שנות פירעון קרן האג"ח
ב'	1128271	05/2013	4.6%	מדד	53.3	2015-2018

### סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

בשנים האחרונות ביססה החברה בהדרגה נתח שוק משמעותי ויציב בענף מוצרי הנייר לבית, כ- 25% בשוק הנייר הגולמי ו- 25%-30% בשוק המוצרים המוגמרים, לפי נתוני החברה. אסטרטגיית החברה היא להמשיך ולהרחיב את פעילותה בשוק המוצרים המוגמרים המהווה כיום כ-85% ממכירותיה וצפוי להוסיף ולגדול בשיעורו על חשבון ירידה במכירות הנייר הגולמי. בממוצע בשנים האחרונות, כמחצית ממכירות החברה הן מוצרים במותג פרטי וכמחצית במותגי החברה (טאצ', שאפו, עדן | Lovely I).

להערכתנו, לחברה מעמד עסקי מוגבל יחסית, בשל הישענות על מוצרי הנייר בעיקר, נוכחות מועטה במגזר המוסדי, חשיפה גבוהה יחסית לרשתות הקמעונאיות הגדולות, בדומה לכלל שוק מוצרי הצריכה, וחוזק מותג נמוך יחסית. ענף הייצור של נייר גולמי ומוצרי נייר מוגמרים מוערך על ידינו ברמת סיכון בינונית-גבוהה, נוכח היותו ענף בסיסי עם חשיפה גבוהה יחסית למחירי תשומות הייצור, ובעיקר תאית ואנרגיה, השקעות הוניות גבוהות בקווי ייצור וסיכון תפעולי הנובע מתהליך ייצור רציף. סיכונים אלו ממותנים מצד ביקושים יציבים יחסית למוצרי נייר ביתיים, תחרות מוגבלת הנובעת מחסמי כניסה גבוהים הן במקטע הייצור והן במקטע הייבוא של מוצרים מוגמרים, ובייחוד נייר טואלט, נוכח מוצרים בעלי נפח גבוה.

לאחר מגמה רב שנתית של שיפור ברווחיות הגולמית והתפעולית בעיקר נוכח הגידול במכירות של מוצרים מוגמרים והתייעלות בהוצאות האנרגיה, החל במחצית השנייה של 2014 ניכרת ירידה משמעותית ברווחיות שנבעה משחיקה במחירי המכירה, עלייה בהוצאות הייצור ועלייה במחיר התאית, וזאת במקביל לגידול בהכנסות החברה שנבע מגידול כמותי ועלייה בנתח השוק. אנו מעריכים שיפור ברווחיות הגולמית והתפעולית של החברה בעיקר בשל ההפעלה המלאה של תחנת הכוח, הצפויה בתקופה הקרובה, אולם מעריכים גם כי הלחץ על מחירי המכירה יוסיף להעיב על הרווחיות וזאת לצד תנודתיות במחירי התאית. בשנים האחרונות ביצעה החברה השקעות גבוהות בהרחבת כושר הייצור, במעבר לגז טבעי ובהקמת תחנת כוח. להערכתנו המשך הצמיחה תלויה בהשקעות נוספות, אם כי בהיקפים מתונים מבעבר.

אנו מעריכים את התזרים החופשי (FCF) בשנים 2015-2016 בהיקף נמוך יחסית, בהתחשב גם בהשקעות ההוניות והמשך חלוקת דיבידנד. בנוסף, היתרות הנזילות של החברה נמוכות יחסית לצורכי פירעון החוב בשנה הקרובה, והחברה נסמכת לצורך שירות התחייבויותיה בטווח הזמן הקצר בעיקר על מסגרות האשראי הפנויות הקיימות לה בהיקף משמעותי וכן על מחזור חוב. לחברה אמות מידה פיננסיות בהן היא עומדת כיום במרווח מספק.

יחסי כיסוי החוב של החברה הואטו בשנה החולפת, מכך חוב ל- EBITDA וחוב ל- FFO (12 חודשים אחרונים) בסוף חציון ראשון 2015 עמדו על 5.9 ו- 6.0 לעומת 3.8 ו- 4.7 בתקופה המקבילה אשתקד. להערכתנו החל משנת 2016 הם עשויים להשתפר ולנוע בטווחים 3-4 ו- 4-5, בהתאמה. יחס כיסוי EBIT בתקופה המקבילה מימון (12 חודשים אחרונים) עמד על 2.8 לעומת 3.9 בתקופה המקבילה אשתקד. דעת מידרוג היא כי יחסי כיסוי אלו תואמים את רמת הדירוג הנוכחית של החברה, בהתחשב במגבלותיה העסקיות ובהיקף פעילותה.

שניב - נתונים פיננסיים עיקריים (מיליוני ₪):

FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014	H1 2014	H1 2015	
161	192	201	192	101	111	הכנסות
34	40	51	55	30	29	רווח גולמי
21.3%	20.6%	25.3%	28.3%	29.9%	26.5%	שיעור רווח גולמי
7	8	16	18	11	7	רווח תפעולי*
4.4%	4.0%	8.0%	9.2%	11.3%	5.9%	שיעור רווח תפעולי
(3)	2	1	8	6	9	רווח נקי
9	2	9	15	10	11	יתרות נזילות
105	92	106	122	109	124	חוב פיננסי
228	230	249	268	245	288	סך נכסים במאזן
32%	33%	31%	30%	32%	29%	הון עצמי למאזן
57%	53%	55%	57%	55%	56%	חוב ל-CAP
14	15	23	25	15	11	*EBITDA
(2)	10	7	12	7	11	CFO
8	9	18	19	12	14	FFO
(10)	(13)	(9)	(18)	(6)	(13)	השקעות ברכוש קבוע
7.7	6.2	4.5	4.8	3.8	5.9	חוב פיננסי / EBITDA
13.2	10.2	6.0	6.4	4.7	6.0	חוב פיננסי / FFO
0.9	1.0	1.9	2.4	2.9	1.7	EBIT/Gross finance

\* לפני הכנסות/הוצאות אחרות. בשנת 2015 פיצוי ביטוח בגין צוק איתן ושריפה במפעל בסך של כ- 7 מיליון ₪.

פירוט גורמי מפתח בדירוג

נתח שוק מהותי בענף קטן ויציב עם תחרותיות אנכית

שניב מייצרת נייר גולמי (70% נועד לשימוש עצמי) ומוצרי נייר מוגמרים, כגון נייר טואלט, מגבות נייר, מפיות וממחטות, חלקם מיוצרים במותגי החברה (ובעיקר טאצ' -I -Lovely) וחלק נוסף משווק תחת מותגים פרטיים שהחברה מייצרת עבור לקוחות קמעונאיים גדולים.

הביקוש למוצרי החברה מאופיין בקשיחות יחסית נוכח היותם מוצרי צריכה בסיסיים ומתכלים אשר הביקוש להם נגזר בעיקר מגודל האוכלוסייה. ענף מוצרי הנייר מאופיין במתחרים מועטים נוכח חסמי כניסה גבוהים והיקף ייבוא נמוך, הנובע מעלויות שינוע גבוהות ביחס לשווי המוצר. ענף מוצרי הנייר לבית הינו קטן יחסית, בעל מחזור מכירות של כ-1 מיליארד ₪ על פי נתוני החברה, המתפלג בין מכירות למגזר הפרטי (כ 70%) לבין המגזר המוסדי (כ 30%). גורמי הסיכון המבניים בענף הינם חשיפה למחירי התאית והאנרגיה.

על אף ההאטה במכירות החברה בשנת 2014, במחצית הראשונה של שנת 2015 המשיכה מגמת הצמיחה הרב שנתית, כאשר קצב הצמיחה הממוצע בשנים 2011-2014 עמד על 6.2%. צמיחה זו נבעה מגידול במכירות מוצרי הנייר המוגמרים, בשיעור שנתי ממוצע של כ- 16% בשנים אלו, וזאת על חשבון הירידה במכירות נייר גולמי. העלייה במכירות החברה שיקפה להערכתנו בעיקר גידול בנתח השוק של שניב בתחום נייר הטואלט ומגבות נייר.

החברה ממוצבת כשחקנית מחיר בעיקר, עם נוכחית דומיננטית במותגים הפרטיים, מיצוב אשר הולם להערכתנו את המגמה הצרכנית והתחזקות המותג הפרטי ברשתות הקמעונאיות. לצד זאת, אנו מעריכים כי הגידול הכמותי במכירות החברה לווה בירידה במחירי המכירה, נוכח לחצים תחרותיים מצד המגזר הקמעונאי והדבר תרם לשחיקה ברווחיות הגולמית, בעיקר במחצית השנייה של שנת 2014 ולתוך שנת 2015. אנו מעריכים כי ביכולת החברה להגדיל עוד את נתח השוק בקטגוריות הקיימות, בעיקר במותגים הפרטיים אולם להערכתנו הלחץ על מחירי המכירה מצד הקמעונאים יוסיף להעיב על הרווחיות.

## פיזור עסקי צר

מכירות החברה הן ברובן המכריע למגזר הפרטי, ולחברה נוכחות נמוכה במגזר המוסדי, באמצעות מכירות לסיטונאים. בניגוד לצמיחה המהירה במכירות למגזר הפרטי, לחברה אין סל מוצרים רחב (כמו חומרי ניקיון ומוצרים נלווים) המאפשר לה לפנות ישירות לשוק המוסדי בהיקפים גדולים. ההישענות על תחום מוצרים קטן מגביל את פיזור הסיכון של החברה ומשאיר אותה חשופה מאוד לשינויי הצריכה במגזר הפרטי וללקוחות הקמעונאיים הגדולים. לחברה פיזור לקוחות סביר להערכתנו, ביחס למבנה השוק, כאשר בשנים 2012-2015 לא היו מכירות ללקוח בודד ביותר מ-10% מסך ההכנסות.

**חשיפה גבוהה למחירי התאית, אולם צמצום הוצאות האנרגיה צפוי להמשיך ולשפר את רווחיות החברה**  
 חו"ג העיקריים לייצור מוצרי הנייר הינם תאית ונייר ממוחזר המהווים שיעור גבוה יחסית מהמכירות המצביע על חשיפה למחירי חו"ג אלו. מחירי התאית, אשר הינה סחורה בינ"ל (commodity) בשוק הבינלאומי רשמו עלייה חדה יחסית ברבעונים Q1 2015-Q4 2014, והובילו לשחיקת רווחיות החברה.

ייצור מוצרי נייר כרוך בצריכת אנרגיה גבוהה המהווה כ-25% מסך עלויות הייצור (נכון לשנת 2013). המעבר לשימוש בגז טבעי ביוני 2013 הקטין את הוצאות האנרגיה ל-20%-15% מסך עלויות הייצור ושיפר את רווחיות החברה במידה מהותית תוך שהוא מקטין את חשיפתה החברה לתנודות חדות במחירי האנרגיה. לאחרונה השלימה החברה הקמה של תחנת כח לייצור חשמל בהספק 5.0 MW שתופעל ע"י גז טבעי (קוגנרציה). התחנה מצויה בשלבי הרצה מתקדמים ומספקת חשמל לקווי הייצור, לסירוגין, החל מהרבעון השלישי השנה. אנו מעריכים כי הפעלת התחנה תתרום לצמצום משמעותי נוסף בהוצאות החשמל והקיטור. נציין כי הוצאות ההובלה מהוות מרכיב מהותי בהוצאות המכירה של שניב, כ-9.5%-8.5% מהמכירות, בין השאר בשל נפח הסחורה וריחוק מפעל החברה ממרכז האוכלוסין. מידרוג מניחה בטווח הקצר המשך צמיחה בקצב המכירות עקב העמקת החדירה בשוק מוצרי הנייר המוגמרים אשר תושג באמצעות גיוס לקוחות חדשים וגידול טבעי.

רמת הרווחיות בשנת 2016 צפויה להשתפר (בעיקר בשל חיסכון מתחנת הכוח שהחלה לספק חשמל באופן חלקי מאוגוסט 2015) ולשמור על יציבות בטווח זה. השיפור ברווחיות הנובע מהפעלת תחנת הכוח יתקזז בחלקו לאור עלייה בעלויות השכר ו בתוך כך, אנו מעריכים המשך לחץ על מחירי המכירה, הן נוכח הגדלת נתח השוק והן ברקע החולשה בענף קמעונאיות המזון, אשר עשוי למתן את ההשפעה החיובית של תחנת הכוח.

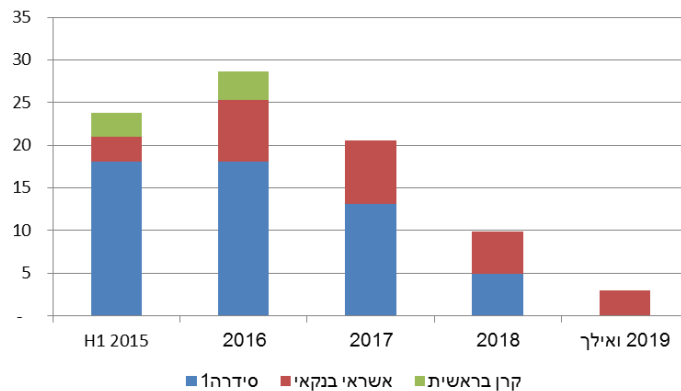
**רמת החוב צפויה להיות יציבה יחסית ויחסי הכיסוי ישופרו להערכתנו בטווח הקצר-הבינוני**  
 בשנים 2014-2015 חל גידול בחוב הפיננסי של החברה (לצד גידול מסוים גם ביתרת המזומנים), אשר מימן השקעות הנויות לצד חלוקת דיבידנדים. בחציון הראשון לשנת 2015 עמדו יחסי חוב ברוטו ל- EBITDA וחוב ברוטו ל- FFO (12 חודשים אחרונים) על 5.9 ו-6.0 בהתאמה לעומת 3.8 ו-4.7 בחציון המקביל, ההאטה ביחסי הכיסוי ב 12 החודשים האחרונים מושפעת מעיקר מהיחלשות התוצאות במחצית השנייה של שנת 2014 שהושפעה בן היתר מצוק איתן ומכירות נמוכות.

מידרוג מניחה כי בטווח הקצר רמת החוב צפויה להיות יציבה חרף המשך השקעה ברכוש קבוע ובהנחת חלוקת דיבידנדים ברמה דומה לשנים האחרונות, בזכות צפי לתזרים חופשי מסוים, שאינו שלילי. בשל השיפור הצפוי בתוצאות כמתואר לעיל, יחסי חוב ל- EBITDA וחוב ל- FFO צפויים לרדת ולנוע בטווחים 3-4 ו-3.5-5. דעת מידרוג היא כי יחסי כיסוי אלו תואמים את רמת הדירוג הנוכחית של החברה, בהתחשב במגבלותיה העסקיות ובהיקף פעילותה. יחס כיסוי ה EBIT (12 חודשים אחרונים) עמד על 2.8 לעומת 3.9 בתקופה המקבילה אשתקד, האטה ביחס זה נבעה מחולשת הרווח במחצית השנייה של שנת 2014. להערכתנו, יחס כיסוי זה צפוי להשתפר הן לאור השיפור הצפוי ברווח התפעולי וכן נוכח צפי לירידה מסוימת בהוצאות המימון של החברה לאור מחזור התחייבויות בעלויות נמוכות יותר.

**תזרים חופשי חלש בטווח הקצר והבינוני והישענות על מחזור חוב**

אנו מעריכים תזרים FFO שנתי בשנים 2015 ו- 2016 בהיקף של כ- 25-30 מיליון ₪. לאור הערכתנו להמשך השקעה גבוהה ברכוש קבוע ובהנחת המשך חלוקת דיבידנד, אנו מעריכים תזרים חופשי שנתי (FCF) נמוך ביחס לצרכי פירעון החוב והישענות גבוהה על מחזור חוב במערכת הבנקאית או בשוק ההון. נכון ליום 30.06.2015, לחברה יתרת מזומנים בסך 11 מיליון ₪. לחברה מסגרות אשראי פנויות (נכון ל 30.06.15) בסך של כ- 56 מיליון ₪. עד סוף שנת 2016 צפויה החברה לפרוע כ- 54.5 מיליון ₪. מסגרות האשראי הקיימות לחברה הינן מספקות ביחס לתחזית הבסיס למקורות ושימושים בטווח הבינוני, אולם אתגרים לא מתוכננים עלולים להוביל לניצול גבוה ולפגוע בגמישות הפיננסית של החברה. לחברה אמות מידה פיננסיות מול הבנקים, קרן בראשית ומחזיקי האג"ח בהן היא עומדת במרווח מספק ביחס הנדרש להערכתנו.

**לוח סילוק חוב זמן ארוך\* נכון ליום 30.06.2015 (מיליוני ₪):**



\* לוח הסילוקין אינו כולל אשראי לזמן קצר ואון קול בסך 39 מיליון ₪.

**אופק הדירוג**

**גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת הדירוג:**

- גידול משמעותי במחזורי הפעילות של החברה
- שיפור מתמשך בתזרים החופשי של החברה והקטנת רמת המינוף

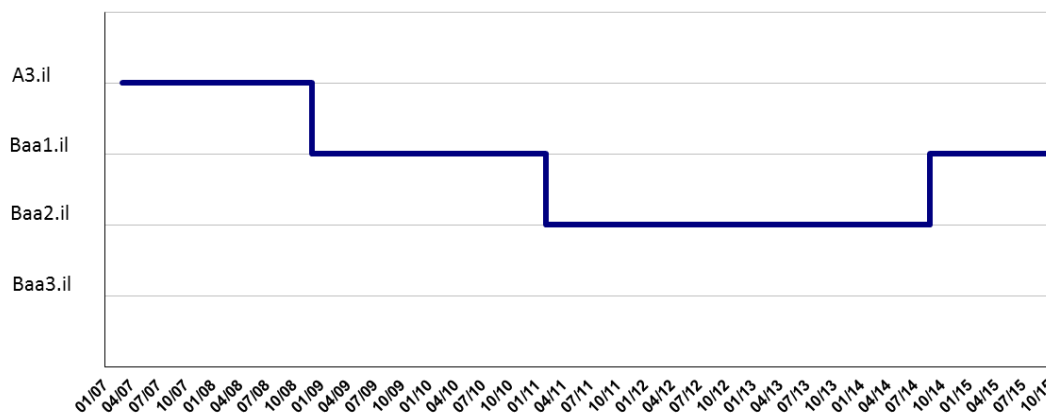
**גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:**

- המשך הצגת תזרים חופשי שלילי לאורך זמן
- מיזוגים ורכישות שיובילו לעלייה ברמת המינוף

## אודות החברה

שניב עוסקת בייצור ושיווק של נייר גולמי ומוצרי נייר מוגמרים לשימושים ביתיים ולשוק המוסדי. שניב הוקמה בשנת 1988 כחברה פרטית ובשנת 1995 הונפקו מניותיה לציבור. המוצרים המיוצרים ומשווקים על ידי הקבוצה נחלקים לשני מגזרים עיקריים: (1) גלילי אב נייר (נייר גולמי) לייצור מוצרים מוגמרים לצריכה ביתית. החברה נחשבת ליצרנית השנייה בגודלה בשוק הנייר הגולמי הביתי עם כושר ייצור פוטנציאלי של כ- 31,000 טון בשנה. (2) מוצרי נייר מוגמרים לשוק הקמעונאי ולשוק המוסדי. בעלי המניות בחברה הינם משפחת ברנט (59.13%), מר שלום לקס (11.07%), קרן מנוף בראשית (14.8%) והציבור (15.1%). מנכ"ל החברה הינו מר פסח ברנט ויו"ר החברה הינו מר אברהם ברנט.

## היסטוריית דירוג



## דוחות קשורים

- [מתודולוגיה לדירוג חברות תעשייה ומסחר, אוקטובר 2013](#)
- [שניב תעשיות נייר בע"מ - דו"ח מעקב \(ספטמבר 2014\)](#)
- [שניב תעשיות נייר בע"מ - עדכון לפעולת דירוג \(מאי 2013\)](#)
- [שניב תעשיות נייר בע"מ - פעולת דירוג \(אפריל 2013\)](#)

תאריך הדוח: 28.10.2015

<b>מונחים פיננסיים עיקריים</b>	
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) - השקעות הוניות - 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.	

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

בנוסף, האינדיקטור (hyb) יתווסף לכל הדירוגים של מכשירים היברידיים המונפקים על ידי בנקים ומבטחים. בהתאם לתנאיהם מכשירים היברידיים מאפשרים שמיטה של תשלומי דיבידנד, ריבית או קרן, אשר עשויים לגרום לחוב להפוך לפגום<sup>1</sup>, בקרות שמיטה כזו. מכשירים היברידיים עשויים להיות כפופים למחיקות של קרן בהתאם לתנאיהם. הדירוג לזמן ארוך יחד עם האינדיקטור (hyb) משקף את סיכון האשראי היחסי של ההתחייבות.

<sup>1</sup> להגדרת חוב פגום הנכם מוזמנים בחוברת סולמות דירוג והגדרות דירוג באתר מידרוג.



© 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 סיכוני 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 סיכוני אשראי ו/או של ישויות ו/או מכשירים פיננסיים בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. יובהר כי הבחירה בסימול כמסקף 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 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 אינה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת 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.