



ש.שלמה החזקות בע"מ - דירוג סדרות

ש.שלמה רכב בע"מ - דירוג מנפיק

פעולת דירוג | ינואר 2013

1

**מחברים:**

טל טוטנאור, אנליסט  
[talt@midroog.co.il](mailto:talt@midroog.co.il)

אבי בן-נון, אנליסט בכיר  
[avib@midroog.co.il](mailto:avib@midroog.co.il)

**אנשי קשר:**

סיגל יששכר, ראש תחום חברות  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

## ש. שלמה רכב בע"מ

אופק דירוג: יציב	A2	דירוג מנפיק דירוג סדרות
------------------	----	----------------------------

מידרוג מאשרת מחדש דירוג מנפיק A2 לש. שלמה רכב בע"מ ("שלמה רכב" או "החברה"), תוך ייצוב אופק הדירוג. כמו כן, מידרוג מחילה דירוג A2 לאגרות חוב (סדרות ז', י', יא', יב') שהנפיקה ש. שלמה החזקות בע"מ ("שלמה החזקות") בעבור שלמה רכב (חברה בת בבעלות מלאה של שלמה החזקות) בערבות מלאה של שלמה רכב.

בנוסף, מידרוג מאשרת דירוג A2 לאגרות חוב בסך של עד 400 מיליון ₪ ע.ג., שעתידה להנפיק שלמה החזקות בשתי סדרות, שקלית וצמודה במח"מ בינוני, ואשר יועמדו כהלוואה לשלמה רכב לצורך פעילותה השוטפת, ובערבות מלאה של שלמה רכב.

דוח זה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 16.01.2013. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן.

### סדרות האג"ח המדורגות על ידי מידרוג:

סדרה	מס' ני"ע	מועד הנפקה המקורית	ריבית שנתית נקובה	תנאי הצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 30.09.12 במיליוני ₪	יתרת שנת פירעון קרן האג"ח
ז'	1410174	08/2006	5.50%	מדד	81	2013
י'	1410216	03/2010	3.35%	מדד	416	2013
יא'	1410224	01/2011	2.30%	מדד	389	2013-2017
יב'	1410232	01/2011	5.40%	שקלי	290	2013-2017

### סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

הדירוג נתמך במיצוב עסקי גבוה של שלמה רכב, המבוסס על מותג חזק בתחום הפעילות, נתח שוק משמעותי, בסיס לקוחות רחב ומפוזר וניצול יתרונות לגודל, המתבטאים בתזרימי מזומנים חזקים יחסית מפעילות ההשכרה לאורך זמן. ענף הליסינג מאופיין בסיכון ענפי בינוני-גבוה ומאופיין ברמת מינוף גבוהה, תלות גבוהה במימון חיצוני לצורך שימור הצי והרחבתו, חשיפה לערכי הגרט של צי הרכבים, המאופיינים בתנודתיות ונגזרים ממגוון גורמים אקסוגניים, וכן רגולציה אינטנסיבית בענף המשפיעה על רמת הביקושים לעסקאות החכירה. יש לציין כי להערכתנו, ההשפעות של הוועדה לבחינת הריכוזיות בתחום הרכב ("ועדת זליכה") על החברה יהיו מינוריות. בנוסף, מאופיין הענף מזה זמן בהיעדר צמיחה משמעותית, מצב שאינו צפוי להשתנות בקרוב, ולהערכת מידרוג, מאיץ את התחרות והלחץ על מחירי החכירה. בצד החוזקות, מאופיין הענף ביתרונות לגודל, בחוזי חכירה לטווח ארוך ובסחירות גבוהה של נכס הבסיס.



בשנים האחרונות פועלת החברה להקטין את רמת המינוף ולהגדיל את כריות ההון באמצעות שמירה על יציבות הצי, צבירת רווחים ומדיניות חלוקה של עד 50% מהרווח הנקי. להערכת מידרוג, למרות מגמת השיפור באיתנות הפיננסית, רמת המינוף של החברה עדיין גבוהה יחסית ויחסי הכיסוי סבירים יחסית לדירוג ואינם צפויים להשתנות מהותית בטווח הזמן הקצר והבינוני. רווחיות החברה מצויה במגמת שחיקה מסוימת בשנים האחרונות.

נזילות החברה סבירה ונסמכת בעיקר על תזרים פנימי חזק ויציב מהפעילות השוטפת. לחברה גמישות פיננסית טובה, הנסמכת על סחירות נכס הבסיס, שווי רכבים פנויים משעבוד, מסגרות לא מנוצלות בהיקף מהותי ונגישות טובה לגורמים המממנים.

יצוב אופק הדירוג, על אף השיפור ברמת המינוף בשנתיים האחרונות, נובע מכך שהתפתחות הרווחיות של החברה בטווח מתן אופק הדירוג החיובי היתה פחות ממספקת לצורך העלאת דירוג והצפי של מידרוג להתפתחותה בטווח הזמן הקצר והבינוני, תומך גם כן ביצוב האופק.

### שלמה רכב: נתונים פיננסיים עיקריים (מאוחד), במיליוני ₪

2008	2009	2010	2011	1-9/2011	1-9/2012	
2,281	2,330	2,451	2,503	1,892	1,691	<b>הכנסות מהשכרה ומכירת רכבים</b>
291	296	286	256	192	167	<b>רווח תפעולי</b>
237	220	176	187	144	125	<b>הוצאות מימון, נטו</b>
979	990	956	906	680	696	<b>EBITDA</b>
12.7%	12.7%	11.7%	10.2%	10.1%	9.9%	<b>רווח תפעולי / הכנסות</b>
3,297	3,068	2,873	2,846	2,910	2,834	<b>חוב פיננסי</b>
500	553	628	629	645	665	<b>הון עצמי</b>
11.5%	13.0%	14.2%	14.7%	14.6%	15.1%	<b>הון עצמי / סך מאזן</b>
84.4%	82.3%	79.4%	78.3%	79.1%	77.4%	<b>חוב / CAP</b>
3.4	3.1	3.0	3.1	3.2	3.1	<b>חוב פיננסי / EBITDA</b>
4.1	3.5	3.4	3.5	3.6	3.4	<b>חוב פיננסי / FFO</b>

### פירוט גורמי מפתח בדירוג

**ענף הליסינג מאופיין בסיכון עסקי בינוני גבוה, חשוף לרגולציה, לתנודתיות בערכי הגרט ותלוי ביכולת גיוס חוב**

שוק הליסינג הוא שוק בוגר, בעל פוטנציאל צמיחה נמוך יחסית ונשלט ע"י חמש חברות עיקריות, אשר נתח השוק המצרפי שלהן מסך צי החכירה הינו כ- 72%. הענף מאופיין בחסמי כניסה בינוניים-גבוהים, הנובעים מהצורך בהון עצמי משמעותי להשקעות בצי הרכב, בנגישות למקורות מימון חיצוניים, בניסיון ומומחיות בניהול עסקאות הליסינג וערכי הגרט.

הענף חשוף לרגולציה כבדה, שהינה בעלת השלכות על רמות הביקושים ועל שווי כלי הרכב המשומשים. בנוסף, מושפע הענף גם משינויים קיצוניים בשערי מטבעות זרים אל מול השקל, המשליכים על מחירי כלי הרכב החדשים והמשומשים. ענף הליסינג התמודד בשנים האחרונות עם



שתי רפורמות מרכזיות- העלאת שווי השימוש של עסקאות החכירה והורדת מס הקנייה על חלק מכלי הרכב, כתוצאה מרפורמת המיסוי הירוק.

חברות הליסינג חשופות לערך הגרט של כלי הרכב המשומשים, המהווים את המרכיב העיקרי בנכסיהן (כ-80% מסך המאזן לאורך זמן). ערכם הכלכלי של כלי הרכב נגזר בעיקר ממחיר כלי הרכב החדשים (המושפע משיעור מס הקנייה ומשערי המטבעות של ארץ הייבוא), מהביקוש לדגמים השונים בציבור וכן מהמצב הכלכלי, הגוזר את מנגנון התמסורת שבין כלי רכב חדשים ומשומשים. יש לציין כי מח"מ חוזי החכירה הארוך יחסית והתזרים הקבוע מעסקת החכירה ממתנים במעט סיכונים אלה.

בתחילת 2013 החלה התייקרות של כלי הרכב החדשים, כמו כן, צפויות התייקרויות נוספות נוכח השינויים הצפויים במיסוי אשר צפויים לחלחל אל מחירי הרכב המשומש ולהגדיל את ההכנסות ממכירת כלי רכב. מנגד, להערכתנו, תיתכן ירידה בביקוש לעסקאות ליסינג חדשות ולחץ מסוים על מחירי החכירה, נוכח פוטנציאל צמיחה נמוך בענף וצפי לתנאים מאקרו כלכליים מאתגרים ובהם האטה בצמיחה וגידול מסוים בשיעור האבטלה.

חברות הליסינג מאופיינות ברמת מינוף גבוהה, נוכח השקעות הוניות גבוהות בהקמת צי הרכב ושימורו, הממותנת בחלקה מצד סחירות גבוהה יחסית של נכס הבסיס וגמישות בניהול היקף הצי, תוך התחשבות במחזור הכלכלי והנגישות לאשראי. כנזכר לעיל, הנגישות למקורות מימון חיצוניים מהווה גורם קריטי ביכולת התמרון של החברות בענף.

### **מיצוב עסקי גבוה בתחום הפעילות, הנתמך בניסיון, יתרונות לגודל, נתח שוק משמעותי ובסיס לקוחות רחב**

שלמה רכב מאופיינת במיצוב עסקי גבוה נוכח מותג חזק בתחום הפעילות, בסיס לקוחות רחב ממגוון ענפי המשק ונתח שוק משמעותי של (צי רכבים של כ- 54 אלף כלי רכב) כ-27% ממכירות הענף. החברה צברה ניסיון ומוניטין בשנות פעילותה מול הלקוחות ומול הגורמים המממנים והיא נהנית מיתרונות לגודל, המתבטאים בהנחות מספקים וניצול של תשתיות ומערכי השיווק וההפצה של הקבוצה. בנוסף, שילוב כוח הרכש והמכירה של החברה וחברות אחרות מקבוצת שלמה החזקות, מעצים את היתרונות לגודל והסינרגיה בקבוצה. רכישת הרכבים מבוצעת על ידי הקבוצה במרוכז לפעילות הליסינג וההשכרה (חברה אחת - שלמה תחבורה בע"מ) - המונות ביחד כ-70 אלף כלי רכב, ובכך - בשלב הרכישה ממנפת הקבוצה את כוח הקנייה שלה על מנת לקבל תנאים מועדפים מיבואני כלי הרכב. מכירת הרכבים מבוצעת במרוכז גם כן לשתי הפעילויות.

### **רווחיות החברה ממוצעת וחשופה לשינויים בערכי הגרט, מנגד, חוזי חכירה ארוכי הטווח והתזרימים החזקים יחסית ממתנים סיכון זה**

חוזי החכירה של החברה מאופיינים במח"מ ארוך יחסית, כמקובל בענף (עסקאות בטווח ממוצע של שלוש שנים), ומאפשרים לחברה לשמר רמת הכנסות יציבה וצפויה יחסית, בטווח הזמן הבינוני.



הכנסות מהחכרה של החברה נותרו יציבות יחסית בשלוש השנים האחרונות (צמיחה ממוצעת של 1% בתקופה זו). יציבות ההכנסות תואמת את היציבות בהיקף צי הרכבים. מנגד, הכנסות החברה ממכירת רכבים, ירדו בשיעור של 31% בתשעת החודשים הראשונים של 2012, לעומת התקופה המקבילה אשתקד וזאת - כתוצאה מירידה בכמות כלי הרכב שנמכרו בין השנים, פועל יוצא של צרכי המכירה וסיומי עסקאות של החברה (ירידה בכמות העסקאות ב-2009 לעומת 2008).

רווחיות החברה מושפעת הן מתמחור עסקות החכירה והן מערכי הגרט, הגוזרים את רווחי ההון בעת מכירת הרכבים בתום תקופת החכירה (לרוב לאחר שלוש שנים) ומשפיעים גם על עלויות ניהול צי ההחכרה. ערך הגרט אקסוגני לחברה ומהווה מרכיב מסוכן יותר במודל העיסקי, נוכח חוסר הוודאות לגבי מחירם העתידי.

הרווחיות התפעולית מפעילות הליסינג נשחקה בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2012 משיעורים ממוצעים של 14% בשנתיים האחרונות, לשיעור של כ-12% בתשעת החודשים הראשונים של 2012, בעיקר כתוצאה מהאצת שיעור הפחת במהלך 2012. נגישות החברה למקורות מימון ויכולת ניהול סיכון הריבית מהווים חלק חשוב מפעילות הליסינג ומשפיעות מהותית על הרווחיות. על רקע זה נציין כי הוצאות המימון (נטו) של החברה קטנו בשיעור של כ-13% בתשעת החודשים הראשונים של 2012 לעומת התקופה המקבילה אשתקד, בעקבות הירידה בריבית במשק במהלך תקופה זו ובשל תמהיל תיק האשראי. להערכתנו, גורם זה ימשיך לפעול לטובת החברה גם במהלך שנת 2013, נוכח סביבת הריביות הנמוכה במשק.

ROA של החברה, בדומה לחברות האחרות בענף, הינו תנודתי ומושפע מחשיפה לערכי הגרט ושיעורי הריבית במשק.

**רמת מינוף גבוהה אם כי במגמת שיפור בשנתיים האחרונות ויחסי כיסוי סבירים לרמת הדירוג**  
אופי הפעילות בענף הליסינג מבוסס על מינוף גבוה, נוכח המתאם הגבוה שבין היקף החוב לגודל צי הרכבים. החברה שמרה על גודל צי הרכבים בשנתיים האחרונות, אשר התבטא ביציבות היקף החוב הפיננסי בתקופה זו. ליום ה- 30.09.2012 עמד היקף החוב על כ-2.8 מיליארד ₪. החברה מציגה מגמת שיפור בכריות ההון שלה בשנים האחרונות, נוכח צבירת רווחים ומדיניות דיבידנדים שמרנית וכפועל יוצא, שופרה האיתנות הפיננסית של החברה, כפי שמתבטא ביחס ההון עצמי למאזן, שעמד על 15.1% ליום 30.09.12 לעומת 14.6% ליום 30.09.11. נציין עוד כי רמות המינוף הנוכחית של החברה מצוייה במרכז הטווח של קבוצת ההשוואה. יחסי הכיסוי של החברה סבירים יחסית לרמת הדירוג ושמרו על יציבות יחסית בשנתיים האחרונות, נוכח שמירה על היקף החוב ותזרימים יציבים. יחסי הכיסוי חוב ל- EBITDA וחוב ל- FFO נעים בטווחים שבין 3.0-3.2 ו- 3.4-3.6, בהתאמה.

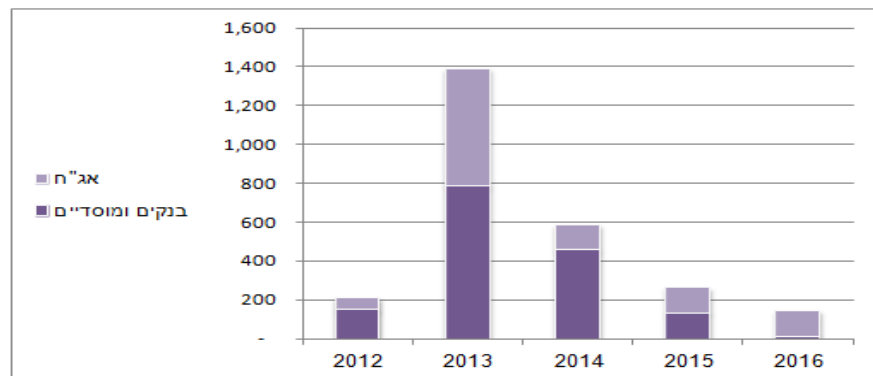
**נזילות סבירה וגמישות פיננסית טובה יחסית הנתמכות בתזרימי מזומנים חזקים וסחירות גבוהה של נכס הבסיס**

נזילות החברה סבירה ביחס לצורכי שירות החוב בשנה הקרובה. נכון ליום ה-30.09.2012, לחברה יתרות נזילות בסך 83 מיליון ₪ והנזילות נסמכת בעיקר על תזרימי מזומנים חזקים ויציבים מהפעילות השוטפת. גמישות החברה טובה יחסית ונתמכת בהיקף נרחב של רכבים לא משועבדים, מסגרות אשראי פנויות בהיקפים מהותיים, סחירות נכס הבסיס, נגישות טובה לגורמים הממנים ושמירה על מרחק מספק מאמות המידה הפיננסיות (בעיקר - שמירה על יחס הון עצמי למאזן הגבוה מ-12%).

**בחינת סיכון האשראי של שלמה החזקות**

בבחינת הדירוג של שלמה רכב, מידרוג מבצעת הרחבה אשר כוללת בחינת סיכונים האשראי של החברה האם - שלמה החזקות. הרחבת בחינת סיכונים האשראי הינה בהמשך להערכת מידרוג כי המבנה המשפטי, לפיו אגרות החוב מונפקות על ידי שלמה החזקות ומועברות לשלמה רכב כהלוואה - לרבות העילות להעמדת אגרות החוב לפירעון מיידי, חושף את שלמה רכב, במידה מסוימת, לסיכון האשראי של שלמה החזקות. להערכת מידרוג, עוצמת החשיפה מוחלשת בהתחשב בכך ששלמה רכב ערבה במישרין כלפי מחזיקי אגרות החוב ובכך שבשטר הנאמנות של האג"ח קיימים מנגנונים התומכים במידה חזקה בבכירות מחזיקי אגרות החוב על פני נושים אחרים של שלמה החזקות. להערכת מידרוג, סיכון האשראי של שלמה החזקות נתמך בהחזקה בשלמה רכב ובהיקף הפעילות הרחב של הקבוצה בשוק הרכב המקומי, המקנה לה מעמד עסקי חזק ויתרונות מובנים. לצד זאת, סיכון האשראי של שלמה החזקות מושפע לשלילה מההחזקה בשלמה ביטוח, שהינה חברה צעירה בתחום ביטוחי הרכב שעדיין רושמת הפסדים ויכול שתצטרך הזרמות הון כדי לעמוד ביעדי ההון. לאחרונה התקשרה שלמה ביטוח עם מבטח משנה, במסגרתו רכשה ביטוח משנה לסיכון התביעות התלויות בשייר במסגרת עסקי ביטוח רכב חובה, בגין שנת 2011. ביצוע העסקה מקטין את דרישות ההון משלמה ביטוח, ועשוי לצמצם את תלותה של שלמה ביטוח בהזרמות הון משלמה החזקות.

**לוח סילוקין ליום 30.9.2012, במיליוני ₪**



## אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת הדירוג:

- המשך חיזוק האיתנות הפיננסית
- עלייה בשיעורי הרווחיות ובשורת הרווח הנקי

גורמים אשר יכולים להוביל לפגיעה בדירוג:

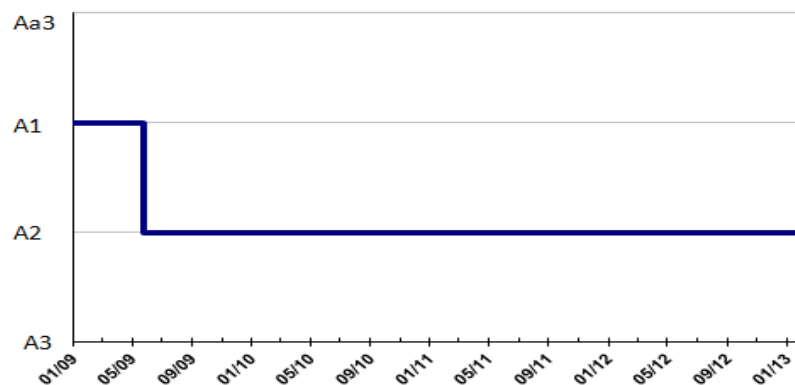
- שחיקה משמעותית בערכי הגרט של הרכבים
- שחיקה בהכנסות ופגיעה ברווחיות החברה
- שינויים רגולטוריים אשר עלולים לפגוע במעמד החברה וביצועיה

## אודות החברה

ש. שלמה רכב בע"מ והחברות המאחדות שלה הינן קבוצת חברות פרטיות, הפועלות בתחום הליסינג התפעולי של כלי רכב בישראל. החל משנת 2005 החלה החברה לפעול בתחום הליסינג התפעולי וההשכרה של כלי רכב ברומניה וכן בשיווק והפצה של רכבים חדשים. בנוסף, החברה מחזיקה בחברה כלולה (40%) - שלמה כ.א.ל. בע"מ (40% נוספים מוחזקים על ידי שלמה תחבורה בע"מ, חברה אחת המוחזקת בבעלות מלאה של ש.שלמה החזקות בע"מ), העוסקת בתחום הליסינג המימוני. ש.שלמה רכב בע"מ הינה חברה בת בבעלות מלאה של ש.שלמה החזקות בע"מ - חברה מדווחת בבורסה לניירות ערך בתל אביב.

7

## היסטוריית דירוג



## דוחות קשורים

- [ש.שלמה רכב בע"מ - דוח מעקב \(ינואר 2012\)](#)
- [ש.שלמה רכב בע"מ - דוח מיידי \(אוגוסט 2011\)](#)

תאריך דוח: 17.01.2013

**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 פיננסי + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	בסיס ההון Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בצידוד, 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 ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים המזומנים מפעילות שוטפת.



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	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוטה 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 שיפוטה של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאד.	Caa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון 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 פרעון, 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.

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 פסקה 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 ביעוץ 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.