



אזורים חברה להשקעות בפתוח ובבנין בע"מ

דו"ח פעולת דירוג - יולי 2016

1

אנשי קשר:

אילון גרפונקל - ראש צוות בכיר - מעריך דירוג ראשי

eylong@midroog.co.il

רן גולדשטיין סמנכ"ל (ראש תחום נדל"ן)

rang@midroog.co.il

מגדל המילניום, רח' הארבעה 17 תל אביב 64739 טל. 03-6844700 פקס. 03-6855002 www.midroog.co.il



אזורים חברה להשקעות בפתוח ובבנין בע"מ

דירוג סדרות (Issue)	A2.il	אופק דירוג: יציב
---------------------	-------	------------------

מידרוג מודיעה על העלאת הדירוג עבור סדרות אג"ח 8, 9, 10 ו-11 שבמחזור, אותן הנפיקה חברת אזורים חברה להשקעות בפתוח ובבנין בע"מ (להלן: "אזורים" או "החברה") מדירוג A3.il לדירוג A2.il והותרת אופק הדירוג יציב. כמו כן מידרוג, מאשרת דירוג זהה לגיוס סדרה חדשה (סדרה 12) בהיקף של עד 200 מיליון ש"ח. הגיוס ישמש, בין היתר, לפעילות השוטפת, מחזור חוב קיים ורכישת קרקעות.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 17/06/2016 למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן, בהתאם למבנה ההנפקה, ככל שתבוצע.

להלן פירוט סדרות אג"ח המדורגות שבמחזור:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	תאריך פירעון סופי
אג"ח 8	7150246	A2.il	יציב	31/12/2017
אג"ח 9	7150337	A2.il	יציב	31/12/2021
אג"ח 10	7150345	A2.il	יציב	31/12/2021
אג"ח 11	7150352	A2.il	יציב	30/06/2023

העלאת הדירוג נסמכת, בין היתר, בשיפור בשנים האחרונות בפרמטרים הפיננסים התורמים ליכולת שירות החוב של החברה תוך שמירה על היקף פעילות ופיזור בולטים לטובה, ביחס לחברות הפועלות בענף המגורים בישראל. כך למשל, בין 31.12.2014 ליום 31.03.2016, יחס החוב ל-CAP וחוב נטו ל-CAP נטו ירד מ-66% ל-62% ומ-63.5% לכ-58% בהתאמה. השיפור נבע הן מגידול בהון והן מקיטון מסוים בחוב הנובע בעיקר ממימוש נכסים וקרקעות שאינן בתחומי ליבת הפעילות. יצוין כי להערכת מידרוג, צפויה שחיקה מסוימת ביחסי האיתנות לאור כוונת החברה לרכוש קרקעות נוספות, אך הנ"ל צפויים להמשיך ולהלוו את הדירוג (ראו להלן): בהיקף הפעילות של החברה כפי שבאה לידי ביטוי בהיקף דירות בבנייה של מעל 1,700 יח"ד בביצוע (כ-1,400 יח"ד חלק חברה), ולגיון בין סוגי הפרויקטים, מיקומם ופלחי קהל יעד. בנוסף, היקף ההתקשרויות בחו"זי מכר לאורך השנים האחרונות הינו משמעותי ביחס לענף כך שבין 2013-2015 החברה מכרה מעל 2,000 יח"ד בשווי חוזים כולל של כ-3.6 מיליארד ש"ח (כולל חלק השותפים בפרויקטים ככל שישנם), המגלם קצב מכירות גבוה יותר מזה שהוכר בדוחות הכספיים וצפוי לתרום לתזרים ולרווחיות העתידית של החברה. יש לציין כי בשנים האחרונות החברה רוכשת קרקעות באופן התורם להמשך שמירת היקף הפעילות הנוכחי. חלק מהעסקאות מתאפיינות במחירי מכירה נמוכים יותר לצרכן (1.5-1 מיליון ש"ח לדירה) ביחס למרבית הפרויקטים המצויים בייזום כיום, היות ולהערכתה מחירים אלו מגלמים ביקוש קשיח יותר (מדובר הן בקרקעות הממוקמות בפריפריה ו/או פרויקטים במסגרת תוכנית מחיר מטרות ומחיר משתכן). כמו כן, החברה רכשה לאחרונה מספר קרקעות בתחום הדיור להשכרה; בצבר קרקעות משמעותי ובפיזור ארצי נרחב, התורם ליכולתה לשמור על היקף הפעילות הנוכחי למשך כ-5-3 השנים הקרובות. יחד עם זאת, על מנת לשמור על היקף הפעילות הנוכחי מעבר לכך, על החברה להמשיך ולפעול לרכישת קרקעות בהיקף של כ-100-150 מיליון ש"ח לשנה ו/או לקדם את הבשלתם של פרויקטים בתחום הפינו-בינוי, המצויים בשלבי תכנון שונים; בצפי לתזרים משמעותי בגין הדירות שנמכרו וטרם נמסרו, במהלך השנים הקרובות, כך שהחברה מכרה יח"ד בהיקף של מעל כ-2 מיליארד ש"ח שטרם הוכרה בגין הכנסה אך נתקבלו בגין מקדמות בהיקף של כ-1.3 מיליארד ש"ח (היקף המקדמות מצוי במגמת צמיחה באופן המעיד גם כן על



הגידול הצפוי בהכרה בהכנסה בשנים הקרובות). האמור צפוי לתמוך ביחסי הכיסוי וביצירת מקורות משמעותיים לשירות החוב בטווח הבינוני-ארוך; בקצב מכירות ושיעורי מכירות גבוהים מאוד באופן יחסי לפרויקטים בביצוע כפי שמשקף במכירות של כ-70% מהיח"ד בבנייה (כלל היח"ד בבנייה). יתרה מכך, מבין הפרויקטים שבנייתם נסתיימה (למעט הפרויקטים בקינג דיוויד וארזי הבירה בירושלים ובהמשך גם בפרויקט בוטיק הנביאים ומוצא צפויים לכלול דירות לא מכורות בהיקף משמעותי) לחברה היקף נמוך יחסית של דירות לא מכורות; בשמירה על היקף נזילות ומסגרות אשראי לא מנוצלות וכן על נראות מקורות תזרים טובים ביחס ללוח הסילוקין; בשיעורי רווחיות סבירים לענף, אשר צפויים לעמוד בממוצע על טווח של 15%-20% (למעט % רווחיות נמוך יותר בשנת 2016 בגין פרויקט בוטיק הנביאים). הדירוג מושפע לשלילה מההון המושקע במספר פרויקטים לאורך זמן ואשר קיימת אי ודאות לגבי היקף ומועד קבלת התזרים בגינם כגון פרויקט בוטיק הנביאים, פרויקט יונקס בארה"ב ופרויקט צומת עליית ברמת גן. ככל שהחברה תבצע השקעות בהיקף משמעותי שאינן בליבת הפעילות או המגלמות סיכון גבוה יותר ביחס לפעילות הקיימת האמור עלול להשליך לשלילה על הדירוג; מחשיפת החברה לסיכונים הייזום ולסיכונים הנגזרים מענף הפעילות (ראו הרחבה בהמשך).

תרחיש הבסיס של מידרוג לוקח בחשבון קבלת תזרימים מהפרויקטים בביצוע תוך התחשבות בתרחישי רגישות להיקף ומועד קבלת התזרים לעומת תחזיות החברה, בייחוד בפרויקטים כגון יונקס ובוטיק הנביאים ובנוסף בפרויקטים שמועד מסירתם צפוי לקראת סוף שנה, ולפיכך עשויים להימסר בשנה העוקבת. כמו כן, תרחיש הבסיס מתחשב בהשלמת רכישת קרקעות המצויות בתהליכי רכישה לרבות קבלת מימון בגין וכן בגין קרקעות שנרכשו בשנה האחרונה וכן רכישת קרקעות נוספות בהמשך בהיקף של כ-200-300 מיליון ₪ לשנה (מתוך הסכום האמור כ-100-150 מיליון ₪ מתייחס לרכישות לצורך שמירה על היקף הפעילות הנוכחי והיתר לצמיחה בהיקף הפעילות), אשר יביאו לגידול מסוים במינוף. כמו כן, מודל הדירוג מניח המשך של מימוש נכסים שאינם בליבת הפעילות באופן מדורג בייחוד לגבי עסקאות בתהליך. לאור כל האמור, הדירוג מניח כי יחסי המינוף של החברה ינועו בטווח של 60%-65% יחס חוב נטו ל-CAP נטו לאורך זמן. חריגה שלילית מטווח זה תשפיע לשלילה על הדירוג. השינוי בחוב העתידי מתייחס לכך שחלק ניכר מעלויות הבנייה בפרויקטים של ייזום למגורים ימומנו ממקדמות מרוכשי דירות כפי שהם ממומנים כיום. מנגד, בפרויקטים של דיור להשכרה, הבנייה צפויה להביא לגידול במינוף (ככל שהחברה לא תממש באופן מלא/חלקי את הפרויקטים). תרחיש הבסיס מתחשב בקצב הנוכחי של עלויות הנה"כ וכן גידול מסוים בעלויות השיווק ככל שהיקף הפעילות של החברה ימשיך לגדול. יחסי הכיסוי של החברה צפויים להציג תנודתיות מסוימת אם כי היקף ה-FFO והחזר ההון העצמי שהושקע בפרויקטים צפוי להיות משמעותי לאורך זמן, כאשר שנת 2017 צפויה להיות שנה המאפיינת בתזרים משמעותי יותר מאשר שנת 2016, ככל שלא ימומשו קרקעות בשנת 2016.

יצוין כי בשנה האחרונה הממשלה ממשיכה לפעול בתהליכים שונים לצורך עצירת עליית מחירי הדירות והגדלת ההיצע של דירות חדשות. תהליכים אלו כוללים, בין היתר, המשך שיווק קרקעות במתכונת של "מחיר למשתכן" ובמידה פחותה גם בתחום הדיור להשכרה, העלאת מס הרכישה לרוכשי דירות להשקעה, הסכמי "גג" עם עיריות ומועצות מקומיות לצורך הגדלת התחלות הבנייה וכדומה. פרויקטים בתחום המחיר למשתכן עלולים להוות איום על תזרים החברות הפועלות בענף, הן בשל תחרות מחירים בפרויקטים הממוקמים בסמיכות לפרויקטים בתחום המחיר למשתכן והן בגין הרווחיות הנמוכה יחסית המאפיינת קרקעות שנרכשות על ידי יזמים בייעוד של מחיר למשתכן (יצוין כי לחברה מספר קרקעות של מחיר למשתכן ומחיר מטרה אך בהיקף אשר אינו משמעותי ביחס לגודלה להערכת החברה פרויקטים אלו



צפויים לייצר רווחיות סבירה ביחס להון העצמי ומהירות השלמתם. אף על פי כן, טרם ניתן לבחון כיצד הרפורמות ישפיעו על הענף בהמשך ובשלב זה טרם נראו השפעות מהותיות על קצב המכירות ורמת המחירים בפרויקטים של החברה.) לאור כל האמור, להערכת מידרוג, עד להטמעת שינויים בענף, הנובעים מהגדלת היצע יח"ד או מקיטון בביקוש ארוך הטווח ליח"ד, לרבות העלאה משמעותית של הריבית, בשלב זה לא חל שינוי במגמות בענף.

מידרוג מציינת כי הפחתת היקף השיווק של קרקעות מנהל למכירה במחירי השוק (לא במסגרת תוכניות כגון מחיר למשתכן) מביאה ללחץ כלפי מעלה על מחירי הקרקעות הפרטיות ועלולה לפגוע ביכולתן של חברות בענף לשמור על היקפי הפעילות הנוכחיים. כמו כן, מגבלות של המערכת הבנקאית על מתן מימון לתחום הנדל"ן משפיעות על יכולת רכישת ומימון פרויקטים. מכיוון שהחברה מאופיינת בהיקף קרקעות משמעותי יחסית ונגישות למקורות מימון טובה לרבות לחוב אג"ח, חשיפת החברה למגמות אלו הינה נמוכה ביחס לחברות קטנות יותר הפועלות בענף.

פירוט גורמי מפתח לדירוג

היקף פעילות משמעותי ביחס לחברות בענף; פיזור נרחב של קרקעות הפונה לתמהיל מגוון של קהל יעד משפיע לחיוב על פרופיל הסיכון

נכון למועד דוח דירוג זה, החברה פעילה בכ-27 שלבים (בכ-17 אתרים שונים) לבניית מעל 1,700 יח"ד בפרויקטים הכוללים בנייני יוקרה, דירות למשפרי דיור ודירות לזוגות צעירים, הן בגוש דן והן באזורים נוספים בישראל. כ-86% מיח"ד שבנייתן צפויה להסתיים בין הרבעון השני של שנת 2016 לסוף 2017, כבר נמכרו (כאמור כ-70% מסך היח"ד בבנייה נמכרו). לאור שיעור המכירות הגבוה, חשיפת החברה לסיכונים שוק בטווח הקצר הינה נמוכה יחסית (חשיפה לתנודתיות במחירי דירות והביקוש להן). בהתאם לקצב המכירות הגבוה ביחס לקצב ההשלמה של הפרויקטים ולהיקף המקדמות מרוכשי דירות, מידרוג מעריכה כי היקף ההכרה בהכנסה בשנים הבאות ובייחוד החל משנת 2017 יהיה גבוה ביחס לתוצאות המשתקפות בדוחות הכספיים. יצוין כי ישנם מספר פרויקטים (בוטיק הנביאים בירושלים - עלותו בספרים אף הופחתה בכ-8 מיליון ₪ בשנת 2015, פרויקט בבית ים ופרויקט בשכונת עיר ימים נתניה) המגלמים רווחיות נמוכה ביחס ליתר הפרויקטים ולפיכך, להערכת מידרוג היקף הרווח ממכירת דירות בין הרבעון השני לרבעון הרביעי לשנת 2016 יהיה נמוך יותר ביחס לשנים הבאות.

להערכת מידרוג, הצלחת החברה ביישום האסטרטגיה למכירה מראש של יח"ד בפרויקטים מסוימים ממתנת את חשיפת החברה לתנודות בשוק, באופן התורם לפרופיל הסיכון על אף שהאמור לעיתים פוגע בשיעורי הרווחיות.

לחברה עתודות קרקע נרחבות הכוללות מעל 3,000 יח"ד עם תב"ע מאושרת - חלק חברה (כולל מעל 600 יח"ד אשר החברה החלה בהליכי שיווק ומתכננת להתחיל את בנייתן בתקופה הקרובה ומספר פרויקטים המצויים בשלבי תכנון שונים לבניית מעל 700 יח"ד חלק חברה). בנוסף, לחברה עתודות קרקע בהן היא מקדמת הליכי תכנון לבניית יח"ד נוספות וכן מקדמת פרויקטים בהיקף של אלפי יח"ד בתחום הפינוי-בינוי (בשלבים שונים). אף על פי כן, בכוונת החברה להמשיך ולרכוש קרקעות על מנת להרחיב את צבר הקרקעות הקיים (כך למשל, החברה רכשה קרקעות במהלך 2016 בתחום הדיור להשכרה, מחיר מטרה ומחיר משתכן והיא מצויה בתהליכים ומו"מ לרכישת קרקעות/התקשרות בהסכמי קומבינציה לרכישות משמעותיות נוספות). היקף עתודות הקרקע והפרויקטים בביצוע של החברה הינו בולט לחיוב ביחס לענף הפעילות ותורם ליכולתה לשמור על היקף הפעילות הנוכחי בטווח הקצר-בינוני.



יחסי איתנות והיקף הון עצמי בולטים לחיוב לדירוג. תיתכן שחיקה מסוימת בשל כוונת החברה לרכוש קרקעות נוספות אך הנ"ל צפויים עדיין להלום את הדירוג; החברה פועלת להמשיך ולשפר את יעילות מבנה המאזן

יחסי האיתנות השתפרו בשנים האחרונות, בין היתר, בשל הנפקות הון ובשל רווחים שוטפים, כך שההון העצמי ליום 31.03.16 עומד על כ-780 מיליון ₪ לעומת כ-28 מיליון ₪ ביום 31.12.2010. לצד האמור, החברה ממשיכה לפעול למימוש אחזקות שאינן בליבת הפעילות לרבות קרקעות לבניית נכסים מניבים, בתי מלון ונכסים בחו"ל. יצוין כי היקף יחסי האיתנות המשתקפים בדוחות הכספיים הינם בולטים לחיוב ביחס לדירוג. אולם, כפי שצוין, להערכת מידרוג, בהתייחס לעסקאות לרכישת קרקעות שהושלמו ועסקאות בתהליך, צפויה עלייה מסוימת ברמת המינוף אך הנ"ל צפויות עדיין להלום את הדירוג (טווח של 60%-65% חוב נטו ל-CAP נטו). בנוסף, החברה קידמה מספר פרויקטים בבעלותה ושיפרה את מבנה הוצאות התקורה, מימון ומס (בין היתר, בגין תהליך רה ארגון ושינוי מבנה האחזקות בחברה), באופן אשר משפר את יכולתה לייצר רווח ותזרים לשירות החוב בשנים הבאות.

שמירה על נזילות ומסגרות אשראי לא מנוצלות בהיקף משמעותי תורמים ליכולת שירות החוב של החברה ומקטינים את הצורך במחזור חוב אג"ח

נכון ליום 31.03.2016, לחברה יתרות נזילות של כ-183 מיליון ₪ (בנטרול מזומנים מוגבלים בחשבונות ליווי בנקאי בהיקף של כ-254 מיליון ₪). בנוסף, ליום 31.03.2016 לחברה מסגרות אשראי לא מנוצלות בהיקף משמעותי (הנובעות בעיקר מעודף הון עצמי שהושקע בחלק מהפרויקטים ביחס לתנאי ליווי הבנייה). פירעון קרן האג"ח (לפני גיוס אג"ח נוסף ככל שיבוצע) עומד על כ-171 מיליון ₪ בדצמבר 2016 סכום דומה בדצמבר 2017 וכ-133 מיליון ₪ לשנה בשנים 2018-2021. לחברה כיום אין חוב סולו בנקאי, לאחר השלמת פירעון חוב זה במהלך שנת 2014. בנוסף, ישנן הלוואות בנקאיות והלוואות ליווי בנייה הצפויות להיפרע בהתאם לקצב קבלת המקדמות מהרוכשים ולעיתים ממימוש הקרקעות עצמן.

החברה מתכוונת לשרת את חובותיה, בין היתר, מיתרות הנזילות, ממסגרות אשראי לא מנוצלות, מהמזומנים המוגבלים, אשר צפויים להשתחרר במהלך השנים הקרובות וכן מפעילותה השוטפת, אשר צפויה לייצר תזרים משמעותי מאוד בשנים הקרובות. יצוין כי להערכת מידרוג, היקף ונראות מקורות אלו השתפרו באופן משמעותי ביחס לעבר. בנוסף, כפי שצוין, החברה מתכוונת להמשיך לפעול למימוש קרקעות שאינן בליבת הפעילות.



אזורים חברה להשקעות בפתוח ובבנין בע"מ - יחסים פיננסיים עיקריים דוח מאוחד (אלפי ש"ח)

31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/03/2015	31/12/2015	31/03/2016	דוח מאוחד אלפי ש"ח
772,878	984,975	353,106	83,524	644,444	305,971	הכנסות
196,681	203,127	75,995	11,135	186,192	53,382	רווח גולמי
25%	21%	22%	13%	29%	17%	שיעור רווח גולמי (ללא נטרול ירידת ערך)
132,830	136,922	24,106	-1,829	132,851	40,717	EBITDA בנטרול שערות
53,369	20,593	4,393	9,367	55,295	20,286	רווח (הפסד) נקי
1,367,854	1,290,708	1,312,626	1,331,848	1,253,755	1,241,132	חוב פיננסי
40,939	132,538	147,534	121,154	127,104	183,838	יתרת נזילות (ללא מזומנים מוגבלים)
1,326,915	1,158,170	1,165,092	1,210,694	1,126,651	1,057,294	חוב פיננסי נטו
1,878,322	2,039,893	1,983,404	2,003,223	1,995,273	2,009,908	CAP
1,837,383	1,907,355	1,835,870	1,882,069	1,868,169	1,826,070	CAP נטו
396,408	659,143	671,336	679,188	764,151	779,923	הון עצמי
664,521	507,060	923,454	1,044,789	1,344,573	1,362,515	מקדמות מוכשי דירות
2,567,744	2,560,816	2,531,258	2,521,723	2,563,258	2,573,131	סך מאזן בנייני מקדמות מלקוחות
15.4%	25.7%	26.5%	26.9%	29.8%	30.3%	הון עצמי למאזן בנייני מקדמות מלקוחות
72.8%	63.3%	66.2%	66.5%	62.8%	61.8%	חוב פיננסי / CAP
72.2%	60.7%	63.5%	64.3%	60.3%	57.9%	חוב פיננסי נטו / CAP נטו
28,699	19,079	-65,721	-7,471	63,883	39,514	* FFO
48	68	שלילי		20		חוב פיננסי ל- FFO
46	61	שלילי		18		חוב פיננסי נטו ל- FFO
10.0	8.5	48.3		8.5		חוב פיננסי נטו ל- EBITDA

* היקף ה-FFO ויחסי הכיסוי עלולים להיות מושפעים לשלילה מהיוון עלויות מימון אשר נכללו הן בריבית ששולמה בדוח התזרים והן כחלק מעלויות המלאי המקטינים את היקף הרווח הגולמי

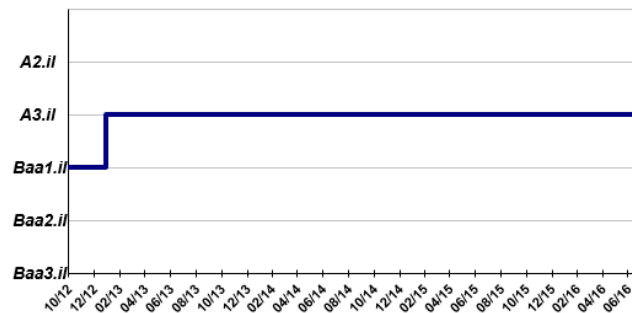
אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג או את אופק הדירוג:

- שיפור משמעותי ולאורך זמן ביחסי האיתנות ובהיקף ההון העצמי
- הפקת תזרים משמעותי מהפעילות השוטפת, בהתאם לתחזיות החברה, תוך יצירת יחסי כיסוי מהירים וכן מימוש קרקעות ונכסים שאינם בליבת הפעילות העסקית, בהתאם לתוכניות החברה
- שמירה על יתרות נזילות גבוהות ביחס לחלות החוב

גורמים העלולים לפגוע בדירוג או באופק הדירוג:

- הרעה מהותית בסביבה העסקית, כגון האטה בקצב המכירות וירידה במחירי הנדל"ן למגורים באזורים בהם פועלת החברה
- חלוקת דיבידנדים בהיקף משמעותי אשר תשליך לרעה על פרופיל הסיכון ויחסי האיתנות



פרופיל החברה

אזורים פועלת בתחום הנדל"ן למגורים משנת 1964. החברה הינה חברה יזמית אשר עוסקת באיתור, רכישה, תכנון והקמת פרויקטים בתחום המגורים בישראל, כאשר החברה מימשה חלק ניכר ופועלת למימוש חלקים נוספים מפעילותה בחו"ל, כך שכיום פעילות זו אינה מהותית לחברה. כמו כן, לחברה קרקעות לבניית נכסים מניבים ומלונות בישראל אשר מיועדות גם כן למימוש. בתחום ייזום הבנייה למגורים בישראל, אזורים מהווה את אחת מהקבוצות המשמעותיות מבחינת ותק, היקף פעילות ומוניטין. החל משנת 2011 בעל השליטה בחברה הינו מר הרשי פרידמן.

דוחות קשורים:

[אזורים חברה להשקעות בפתוח ובבניין בע"מ - מעקב - ספטמבר 2015](#)

[דירוג חברות נדל"ן יזום למגורים - פברואר 2016](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי:

תאריך הדוח:	17/07/2016
תאריך דוח קודם:	17/09/2015
תאריך מתן דירוג ראשוני:	29/10/2012
שם יזום הדירוג:	אזורים חברה להשקעות בפתוח ובבניין בע"מ
שם הגורם ששילם עבור הדירוג:	אזורים חברה להשקעות בפתוח ובבניין בע"מ

מידע מן המנפיק:

מידרוג 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 הגבוה 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 שאלה 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.

למידרוג יש זכויות יוצרים באתר זה ובמסמכים המופיעים בו, 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 ולסיכויי 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 סיכויי 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 סיכויי 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 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 לתקן 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 לא, 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 עבודת ועדת הדירוג שלה.