

# תדיראן הולדינגס בע"מ

מעקב | נובמבר 2017

## אנשי קשר:

קובי רחמני, אנליסט - מעריך דירוג ראשי  
[kobir@midroog.co.il](mailto:kobir@midroog.co.il)

סיגל יששכר, סמנכ"ל, ראש תחום מימון חברות - מעריך דירוג משני  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

---

## תדיראן הולדינגס בע"מ<sup>1</sup>

אופק דירוג: יציב	A2.il	דירוג סדרה
------------------	-------	------------

מידרוג מותירה על כנו דירוג A2.il לאגרות חוב (סדרה 2) שהנפיקה תדיראן הולדינגס בע"מ ("תדיראן" או "החברה"). אופק הדירוג יציב.

### אגרות החוב במחזור המדורות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
31/01/2022	יציב	A2.il	2580066	2

### שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה נתמך במיצוב עסקי גבוה בענף שיווק מערכות מיזוג אוויר ביתיות. ענף המזגנים מוערך על-ידי מידרוג ברמת סיכון בינונית, נמוכה מזו של ענף מוצרי החשמל כולו, נוכח חסמי כניסה גבוהים יותר, הנובעים ממאפייני המוצר וערוצי השיווק וההפצה הייחודיים לתחום המזגנים. ענף המזגנים נשלט על ידי שתי מתחרות דומיננטיות ומאופיין ברמת תחרות גבוהה, במיוחד בפלח המזגנים הקטנים.

לתדיראן כוח מותג גבוה יחסית בשוק המקומי כפי שבא לידי ביטוי בשמירה על נתח שוק משמעותי לאורך השנים האחרונות אם כי זה נפגע במידה מסוימת בשנה האחרונה, בעיקר בפלח המזגנים הקטנים. בעלות החברה על המותג "Tadiran" ואחזקה במפעל לייצור מזגנים מיני מרכזיים מהווים גורמי חוזקה המתבטאים גם ברווחיות החברה. הפרופיל העסקי של החברה מוגבל בשל ריכוזיות עסקית, עם חשיפה לקטגוריות המזגנים כקו עסקי עיקרי אחד ובתוך כך למותג העיקרי "Tadiran". פגיעה במותג בדמות אירוע תדמיתי עלולה להשפיע באופן מהותי על פעילות החברה.

לחברה ספק עיקרי שאחראי על ייצור מרבית המזגנים שנמכרים על-ידיה, ואף שאנו מעריכים כי לחברה מערכת יחסים מבוססת עם ספק המזגנים האמור, החברה תלויה באיכות הייצור, ניהול האספקה ותנאי הסחר שמעמיד הספק.

רווחיות החברה בולטת לרמת הדירוג ונשענת על חוזק המותג, תחזוקה של מערך שירות ואחריות איכותי, דומיננטיות בערוצי הפצה מרכזיים ובקרב המשווקים המקצועיים בפרט, ויעילות תפעולית. בד בבד, רווחיות החברה חשופה לתנאי הסחר מול ספק המזגנים וכן לתנודתיות בשער הדולר מול השקל ולנפח המכירות, נוכח מרכיב הוצאות קבועות. החברה ממתנת את החשיפה לשע"ח לטווח הקצר באמצעות ביצוע הגנות פיננסיות. בשנת 2017 חל תיסוף חד בשע"ח אשר תרם לשיפור התוצאות העסקיות של החברה, וכן לירידה מחירים של מרבית קטגוריות המזגנים. להערכתנו בתרחיש של שינוי מגמה, פיחות של המטבע עשוי להוביל לשחיקה ברווחיות הגולמית של החברות עקב הקושי הקיים בהעלאת מחירי זמן הנדרש לביצועה.

תרחיש הבסיס של מדרוג מעריך הכנסות בטווח שבין 700 - 750 מיליון ₪ בין השנים 2017 - 2018, כאשר הרווח התפעולי של החברה צפוי להסתכם בטווח של 80 - 90 מיליון ₪ לשנה באותן שנים. תחזית זו מביאה בחשבון תרחיש לשחיקה ברווחיות הגולמית עקב פיחות בשע"ח. החברה הוסיפה להקטין את רמת המינוף ע"י הקטנת חוב וצבירת רווחים, כפי שבא לידי ביטוי ביחס חוב פיננסי ברוטו למקורות הוניים (CAP) של 25.3%, נכון ליום 30.06.2017. תרחיש הבסיס של מידרוג מעריך כי החברה תוסיף להקטין את רמת המינוף באמצעות צבירת רווחים בכפוף למדיניות לחלוקת דיבידנדים בהיקף של כ-50% מסך הרווח הנקי.

יחס כיסוי חוב פיננסי ברוטו ל-EBITDA ול-FFO צפויים לנוע במסגרת תרחיש הבסיס של מידרוג בטווח 1.0-1.5 ו-1.5-2.0, בהתאמה; רמת המינוף המתונה כמו גם יחסי הכיסוי המהירים הולמים את פרופיל הסיכון של החברה.

נזילות החברה מוערכת על-ידי מידרוג כגבוהה ונשענת על יכולת ייצור מזומנים גבוהה, כאשר התזרים החופשי (FCF) של החברה לאחר תשלום דיבידנדים צפוי לעמוד בטווח שבין 10 - 20 מ' ₪ לשנה. צרכי ההון החוזר של החברה תנודתיים, אולם צרכי ההשקעה

<sup>1</sup> מר יוסף זינגר מחזיק [בעקיפין] 6.125% מהון המניות של מידרוג בע"מ ומכהן כדירקטור במידרוג בע"מ וכן כדירקטור בחב' תדיראן הולדינגס בע"מ. אין למר יוסף זינגר כל נגיעה לדירוגים הנקבעים ע"י מידרוג בע"מ.

נמוכים ולחברה לוח סילוקין נח. לחברה יתרות מזומנים בהיקף של כ 100 מ' ש נכון ל 30.6.2017. הדירוג מביא בחשבון כי חלק מיתרות המזומנים יופנו להשקעות הוניות. עד כה הפגינה החברה שמרנות בהתנהלות העסקית, כאשר השקעות חדשות ייבחנו על ידנו בהתאם להשפעתן על רמת המינוף המאזנית, יכולת שירות החוב ופרופיל הסיכון של החברה. אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו כי החברה תשמור בטווח הזמן הקצר והבינוני על הפרמטרים התפעוליים, לצד המשך הריכוזיות העסקית הגבוהה בטווח הזמן האמור המגבירה את פרופיל הסיכון של החברה.

**תדיראן הולדינגס בע"מ - נתונים עיקריים, מיליוני ש"ח [1]:**

2013	2014	2015	2016	H1 2016	H1 2017	
625	613	719	776	393	360	סך ההכנסות
134	138	163	195	99	92	רווח גולמי
21.5%	22.5%	22.7%	25.1%	25.3%	25.6%	רווח גולמי / הכנסות (%)
52	48	69	90	48	43	רווח תפעולי [2]
8.3%	7.8%	9.6%	11.6%	12.1%	12.0%	רווח תפעולי / הכנסות (%)
278	209	106	100	100	84	חוב פיננסי ברוטו
2	22	88	134	112	103	מזומנים ושווי מזומנים
118	128	199	240	218	253	הון עצמי
71.0%	64.5%	36.9%	32.5%	32.2%	25.3%	חוב פיננסי ברוטו ל-CAP
4.1	3.1	1.4	1.2	1.1	1.0	חוב פיננסי ברוטו / EBITDA (LTM) [3]
5.7	6.4	1.6	1.3	1.2	1.3	חוב פיננסי ברוטו / FFO (LTM) [3]

[1] החברה הציגה מחדש את הנתונים עבור השנים 2013-2014 בגין פעילות מופסקת (תחום שיווק המוצרים הלבנים); הנתונים בטבלה לעיל הינם לאחר ההצגה מחדש האמורה.  
 [2] בנטרול הוצאות/ הכנסות אחרות.  
 [3] בהתאם למתודולוגיית מידורג מדצמבר 2015 להתאמות בגין חכירה תפעולית לזמן ארוך, לא נערכה התאמה בגין חכירה תפעולית לזמן ארוך בגין אי-מהותיות.

**פירוט השיקולים העיקריים לדירוג**

**סיכון ענפי בינוני נוכח חסמי כניסה וביקושים יציבים יחסית**

שוק המזגנים הביתיים בישראל מוערך על-ידי מידורג כבעל סיכון ענפי בינוני, ונמוך מזה של ענף מוצרי החשמל בכללו. למרות שיעורי החדירה הגבוהים של מזגנים ביתיים בישראל, הביקושים עלו בשנים האחרונות בהתבסס על בלאי טבעי של מזגנים, גידול במס' יחידות הדור, שיפור ברמת החיים וגידול במס' המזגנים למשק בית ומעבר למזגנים בעלי יעילות אנרגטית גבוהה יותר. בטווח הקצר, הביקושים מאופיינים בתודותיות מסוימת נוכח השפעות אקלים המביאות להקדמה או לדחייה של רכישות. הצורך בהתקנת המזגנים בידי גורם מקצועי יוצר בידול בין ענף המזגנים לשאר מוצרי החשמל הלבנים, כאשר בשמונת החודשים הראשונים של שנת 2017 69% מהיקף המכירה הכספי של מזגנים שווקו ע"י משווקים מקצועיים ביחס ל 28% ששווקו באמצעות חנויות ורשתות החשמל.<sup>2</sup> שוק המזגנים הביתיים בישראל מובל כיום בידי אלקטרה מוצרי צריכה ותדיראן המחזיקות יחד בנתח שוק של יותר מ 75%, כאשר לשתי החברות דומיננטיות בערוץ ההפצה של המשווקים המקצועיים. לשתי החברות מותגים חזקים היוצרים בידול ביניהן ליתר החברות המתחרות בשוק. חסמי הכניסה בענף מוערכים על-ידי מידורג כבינוניים, וגבוהים בהשוואה לענפי הסחר, בשל חשיבות מותג גבוהה, תקינה ייחודית וערוצי הפצה מקצועיים. בשל מאפיינים אלו, אנו מעריכים כי לחצי המחיר בקטגוריה הגבוהה של המזגנים אינם גבוהים בהשוואה למוצרים ביתיים ברי קיימא אחרים. בשוק המזגנים הלא ממותגים או בעלי מיתוג נמוך התחרות מתמקדת בעיקר ברמות מחיר כאשר לחברה פעילות גם בפלח שוק זה. הענף מאופיין בעונתיות משמעותית, כאשר עיקר המכירות נעשות במהלך חודשי הקיץ, מאפיין המגביר את פרופיל הסיכון הענפי נוכח החשיבות בניהול מלאי ומכירות מוקפדים לקראת עונת המכירות ובמהלכה. קשר עסקי יציב עם יצרן מזגנים מוביל מהווה חסם כניסה ומרכיב חשוב בהצלחה בענף, נוכח השלכותיו על תנאי הסחר,

<sup>2</sup> נתוני GFK - התפלגות מכירות לפי ערוצים.

זמינות המלאי, ויכולת להגיב לשינויים בתקינה המקומית, המהווה גורם סיכון ייחודי בתחום זה. תרחיש הבסיס של מידרוג מעריך כי ענף המזגנים יוסיף להציג צמיחה חיובית בטווח הקצר, בעיקר נוכח התחזקות הצריכה הפרטית ושיפור ברמת החיים התומכים בהגדלת תדירות החלפה/שדרוג של מערכות מיזוג אוויר. לאורך זמן אנו מעריכים ביקושים יציבים יחסית שיושפעו לשלילה במידה ותחול ירידה מהותית בקצב הבנייה החדשה.

### ריכוזיות עסקית גבוהה לצד מעמד מוביל בתחום מיזוג האוויר

החברה הינה שחקן מרכזי ובעלת מותג חזק בתחום המזגנים הביתיים ("Tadiran") כפי שבא לידי ביטוי בנתח שוק משמעותי של החברה לאורך זמן, המוערך על-ידי מידרוג, נכון למועד הדוח, בכ-40%-35% משוק המזגנים המקומי<sup>3</sup>. חוזק המותג נשען, בין היתר, על ותק, מערך שירות ומוניטין חיובי בקרב מתקינים מקצועיים, המהווים ערוץ הפצה מרכזי בענף מיזוג האוויר. לחברה פעילות נלווית בתחום השירות וכן שיווק מערכות מיזוג מסחריות וסמי-מסחריות (מערכות VRF תחת המותג "Toshiba"). פעילותה של החברה בקו-עסקים יחיד (מעל 90% מהכנסות החברה מקורן בשיווק ושירות למזגנים ביתיים) מגבירה במידה ניכרת את הסיכון העסקי של החברה, לרבות סיכון מוניטין וסיכון טכנולוגי, ומגבילה את היקף פעילותה.

מרבית המזגנים הנמכרים על ידי החברה מיוצרים על-ידי יצרן המזגנים הסיני GREE Electric Appliances, Inc, ובנוסף לחברה גם מפעל בעפולה המשמש כאתר ייצור למערכות מיזוג אוויר ולפיתוח מוצרים חדשים. לחברה מערכת יחסים וותיקה (החל מ-2006) עם יצרן המזגנים הסיני GREE, התומכת בשיפור תנאי הסחר של החברה ופיתוח מוצרים חדשים בהתאם לביקוש בשוק הישראלי (למשל, מזגנים בטכנולוגיית Inverter). להערכתנו קיומו של ספק עיקרי זה מעלה תלות ומהווה גורם סיכון אשראי. יכולות הפיתוח והייצור במפעל החברה בעפולה מקנים לחברה גמישות מסוימת במקורות הייצור. עם זאת, מציאת ספק חלופי, במקרה של הפסקת ההתקשרות עם GREE, עלולה לפגוע להערכתנו בביצועי החברה, לפחות בטווח הקצר, במיוחד נוכח העונתיות הגבוהה המאפיינת את תחום מיזוג האוויר. בעלותה של החברה על מותג המזגנים ממתנת במידת מה את התלות בספק העיקרי. ערוצי ההפצה של החברה כוללים בעיקר מתקינים וסיטונאיים המתמחים בתחום מיזוג האוויר, וכן רשתות חשמל וחנויות עצמאיות; בשונה מהמתחרה העיקרית בענף (אלקטרה) המחזיקה גם ברשת חנויות בבעלותה, לחברה אין רצפת מכירה בבעלותה. להערכתנו, הדומיננטיות של החברה בקרב ערוצי ההפצה האמורים, מפצה באופן חלקי על היעדר ערוץ מכירה ישיר, בפרט נוכח מאפייני המכירה של מערכות מיזוג אוויר, אשר גם מקנה לחברה גמישות תפעולית טובה יותר בצד ההוצאות.

### רווחיות טובה המשקפת מותג חזק ומעמד שוק דומיננטי, לצד חשיפה לשער הדולר

החברה הצליחה לשפר בשנים האחרונות את רווחיות תחום מיזוג האוויר, בעיקר בשל הגידול במכירות, שיפור תנאי הסחר מול יצרן המזגנים GREE ולצד סביבת שער חליפין תומכת. בשנת 2017 חל פיחות חד בשער הדולר אשר שורשר בחלקו לירידת מחירים בכלל הענף, אולם תמך ברווחיות החברה.

בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2017-2018, היקף ההכנסות של החברה יעמוד בטווח של 700 - 750 מיליון ₪, כאשר אנו מביאים בחשבון גם קיטון בהיקף המכירות של החברה עקב ירידת מחיר והתגברות התחרות בענף וכן בנסיבות של ירידה מסוימת בכלל השוק. להערכתנו תרחיש של פיחות עלול להוביל לשחיקה ברווחיות הגולמית של החברות עקב הקושי הקיים בהעלאת מחיר והזמן הנדרש לביצועה. לכן בתרחיש הבסיס של מידרוג נלקחה בחשבון אפשרות של שחיקה ברווחיות הגולמית. החברה פועלת לגידור השפעות שע"ח באמצעות הגנות פיננסיות לטווח הקצר והבינוני. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, הרווחיות התפעולית של החברה צפויה לעמוד בשנות התחזית על הטווח של 80 - 90 מיליון ₪.

<sup>3</sup> נתון זה מהווה אומדן המבוסס על עיבודי מידרוג לנתונים של חברות ציבוריות בענף.

### רמת מינוף נמוכה יחסי כיסוי מהירים ממתנים את הסיכונים העסקיים

בהתאם לתרחיש הבסיס לעיל, לחברה צפוי תזרים מזומנים חופשי (FCF) בהיקף שבין 10 - 20 מיליון ₪ בכל אחת מהשנים 2017-2018, אשר עתיד לשמש את החברה כמקור להקטנת החוב הפיננסי. התרחיש לעיל מניח היקף השקעות שוטפות מתונות, כמאפיין חברות סחר מסוגה של תדיראן, ומהווה גורם מפחית סיכון. כמו כן אנו מניחים כי מדיניות הדיבידנדים של החברה לחלוקה של 50% מהרווח הנקי תיוותר על כנה.

תדיראן, באמצעות חברה בת בבעלות מלאה, הינה הזכיית לפרויקט ההתייעלות האנרגטית בבתי החולים הממשלתיים. היקף ההשקעה בפרויקט צפוי לעמוד על כ-90 מ' ₪, מכך 20-30 מ' ₪ בשנות התחזית 2017 - 2018. יתרת כספי ההשקעה יתפרסו לאורך הפרויקט ויכול שימומנו באמצעות חוב ייעודי. בתרחיש הבסיס איננו מניחים תרומה מהותית מפרויקט זה בטווח הקצר והבינוני.

יחס חוב פיננסי ברוטו למקורות ההוניים (CAP) הינו 25.3%, נכון ליום 30.06.2017 (בהשוואה ל-32.0% ליום 30.06.2016) ומשקף להערכתנו מינוף מתון המפצה על פרופיל הסיכון העסקי של החברה. אנו צופים שיפור של יחס החוב לקאפ בטווח הקצר והבינוני, נוכח הערכתנו להמשך עיבוי ההון העצמי תוך שמירה על מדיניות החלוקה, כנזכר לעיל.

החברה מבצעת ניכיון של אשראי לקוחות בהיקף משמעותי, פעולה המשפרת את יחסי המינוף של החברה במידה ניכרת. גם לאחר הניכיון, יתרת הלקוחות מהווה את הנכס המרכזי במאזן החברה, כאשר ימי אשראי הלקוחות במאזן עמדו בין 90 עד 110 יום לאורך ארבעת הרבעונים שהסתיימו ביום 30.06.2017, ובתוספת סכום האשראי שנכסה, ימי הלקוחות עמדו בין 120 ל-150<sup>4</sup>. ימי הלקוחות הגבוהים נובעים בעיקר מפעילות הסיטונאית, ובפרט מול חנויות עצמאיות ומתקיני המזגנים. פיזור יתרת הלקוחות במאזן מוערך על-ידי מידרוג כבינוני, אולם החברה נוהגת לבצע ביטוח אשראי לקוחות בהיקפים משתנים המצמצם במידת מה את סיכון האשראי. בשנים 2015 ו-2016 הכירה החברה בחובות אבודים בשיעור של 1.57% ו-2.47% מההכנסות, בעיקר עקב חובות בתחום מוצרי החשמל הביתיים עקב פשיטת רגל של לקוח מהותי. מלאי המזגנים מהווה נכס מהותי נוסף במאזן החברה, והוא גילם לאורך ארבעת הרבעונים שהסתיימו ביום 30.06.2017 טווח של 80-167 ימי מלאי<sup>5</sup>, כאשר הטווח העליון מייצג את מלאי הצטיידות לרבעון 2 2017 המיועד לחודשים יולי אוגוסט, כאשר זה בדרך כלל פוחת במהלך המחצית השנייה של השנה.

אנו מניחים יציבות יחסית בהיקף החוב הפיננסי ברוטו של החברה בטווח הזמן הקצר והבינוני, תוך שבמקביל לפירעון השוטף של יתרת האג"ח, עשוי החוב לגדול לאור צורכי המימון של פרויקט ההתייעלות האנרגטית בבתי החולים כנזכר לעיל. יחסי הכיסוי של החברה צפויים להיוותר מהירים ביחס לדירוג בטווח הזמן הקצר והבינוני, ולנוע בטווח של 1.0-1.5 כיסוי חוב ברוטו ל-EBITDA ו-1.5 כיסוי חוב ברוטו ל-FFO.

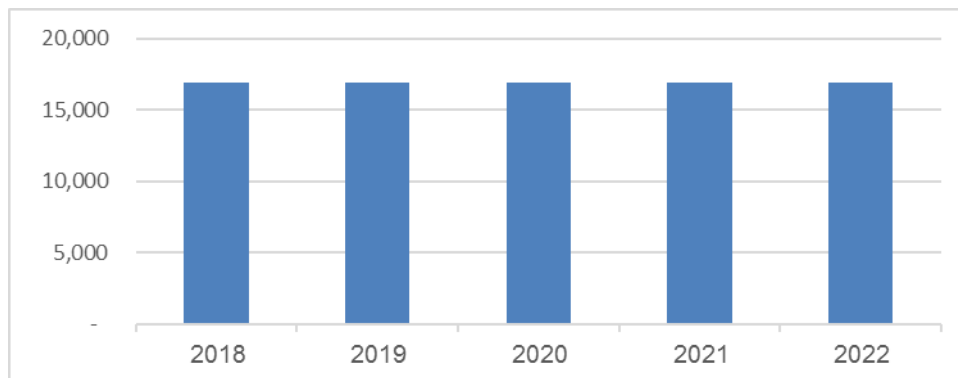
### נזילות גבוהה שעשויה לשמש בעתיד להשקעות הנויות

נזילות החברה מוערכת על-ידי מידרוג כגבוהה נוכח יכולת ייצור מזומנים הנשענת על רווחיות טובה, צרכי השקעה נמוכים, ובאה לידי ביטוי ביכולת החברה לממן את צרכי ההון החוזר ואת פירעון התחייבויותיה השוטפות ממקורות עצמיים. יתרת המזומנים של החברה נכון ליום 30.06.2017 הסתכמה בכ-100 מיליון ₪ ותומכת בנזילות החברה ביחס לעומס הפירעונות ולצורכי ההשקעה הנראים לעין. לחברה לוח סילוקין נח, במסגרתו היא פורעת כ-17 מיליון ₪ מידי שנה עד לפירעון המלא של סדרה 2 בשנת 2022. מדיניות ההשקעות של החברה מוערכת על-ידי מידרוג כזהירה ושמרנית נוכח הטרק רקורד בשנים האחרונות, כאשר תרחיש הבסיס של מידרוג מעריך כי החברה תמשיך, בהתאם לאסטרטגיית העסקית שלה, לבחון השקעות נוספות בתחומים סינרגטיים. ככל שהחברה תבצע השקעות בהיקף מהותי, השפעתן של השקעות כאלו על הדירוג תיבחן בהתאם לפרופיל הסיכון ו/או הגידול ברמת המינוף.

<sup>4</sup> נתון ימי הלקוחות מבוסס על חישובי מידרוג על בסיס הדוחות הכספיים של החברה.

<sup>5</sup> ימי המלאי מחושבים ע"י מידרוג לפי סוף תקופה

**תדיראן הולדינגס: לוח סילוקין התחייבויות לז"א ליום 30.06.2017, אלפי ₪:**



**אופק הדירוג**

**גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:**

- הגדלת הפיזור העסקי של פעילות החברה וצמצום התלות הבלעדית בתחום המזגנים הביתיים והמותג "תדיראן"

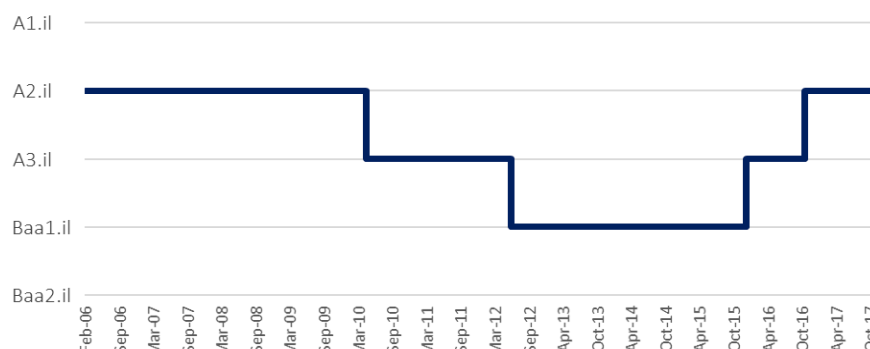
**גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:**

- פגיעה במוניטין החברה או במותג "Tadiran" שעלולה להוביל לשחיקה מהותית בנתח השוק
- שחיקה ביחסי הכיסוי או קיטון בהיקף הכרית ההונית
- ביצוע השקעות מהותיות בעלות פרופיל סיכון גבוה

**אודות החברה**

תדיראן הולדינגס בע"מ עוסקת בעיקר בייבוא, ייצור והפצה של מזגנים ביתיים תחת המותג "Tadiran", לצד פעילות שיווק והפצה של מערכות מיזוג אוויר סמי-מסחריות בטכנולוגיית VRF תחת המותג "Toshiba" וכן מערכות מיזוג אוויר מסחריות ותעשייתיות, ופועלת להרחבת פעילותה בתחומי ההתייעלות האנרגטית. בעל המניות העיקרי בחברה הינו מר משה ממרוד, המשמש גם כמנכ"ל החברה ומחזיק בכ-69.95% מהון המניות.

**היסטוריית דירוג**



**דוחות קשורים**

[תדיראן הולדינגס בע"מ - מעקב, נובמבר 2016](#)

[מתודולוגיה לדירוג תאגידים לא-פיננסיים - דוח מתודולוגי, ספטמבר 2015](#)

[סלמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

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

**מידע כללי**

07.11.2017	תאריך דוח הדירוג:
08.11.2016	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
28.02.2006	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
תדיראן הולדינגס בע"מ	שם יוזם הדירוג:
תדיראן הולדינגס בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

**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 שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה 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.



© כל הזכויות שמורות לחב' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרוג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של 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**

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידרוג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכויי אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידרוג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידרוג הינם לפי סולם מקומי וכאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכויי אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער 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.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע ביעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

**מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא.**

דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים מוסדיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע מוסדי לעשות שימוש בדירוגים של מידרוג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידרוג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה 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, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידרוג, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרוג 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>