

# מנורה מבטחים החזקות בע"מ<sup>1</sup>

מעקב | יוני 2017

אנשי קשר:

עומר פורמברג - אנליסט בכיר - מעריך דירוג ראשי  
[omer@midroog.co.il](mailto:omer@midroog.co.il)

אבי בן-נון, ראש תחום מוסדות פיננסים  
[avib@midroog.co.il](mailto:avib@midroog.co.il)

---

<sup>1</sup> גב' אביטל שטיין הינה דח"צית במנורה מבטחים החזקות בע"מ וכן הינה דח"צית במידרוג בע"מ. אין לגב' שטיין כל נגיעה לדירוגים הנקבעים על ידי מידרוג בע"מ.

---

## מנורה מבטחים החזקות בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aa3.il	דירוג סדרות
------------------	--------	-------------

מידרוג מותירה על כנו את הדירוג Aa3.il לאגרות החוב (סדרות א', ב' ו-ג') של מנורה מבטחים החזקות בע"מ (להלן - "החברה").  
אופק הדירוג יציב.

### להלן פירוט הסדרות המדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מס נייר ערך	סדרה
14/07/2019	יציב	Aa3.il	5660048	א'
30/06/2022	יציב	Aa3.il	5660055	ב'
30/09/2026	יציב	Aa3.il	5660063	ג'

### שיקולים עיקריים לדירוג

הדירוג נתמך באחזקת שליטה בשתי אחזקות ליבה בעלות איכות אשראי טובה, בגמישות פיננסית טובה, הנתמכת ביחס שירות ריבית הולם לדירוג ובמינוף בולט לטובה. פרופיל הנזילות של החברה טוב, אולם צפויה שחיקה בטווח הזמן הבינוני. מנגד, תיק ההחזקות של החברה ריכוזי הן בשווי והן בתזרים. אמנם קיימות מספר פעילויות נוספות אולם אלו עדיין שוליות יחסית. שירות החוב בחברה נחות מבנית ותזרימית להתחייבויות נכסי הבסיס וצפויה להערכתנו שחיקה ביחסי שירות החוב, אשר אינם בולטים לטובה ביחס לדירוג.

בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנתיים הקרובות אנו צופים כי מנורה פנסייה וגמל תמשיך להוות את מקור הדיבידנדים העיקרי בטווח הזמן הקצר והבינוני, כאשר לא הנחנו חלוקת דיבידנדים מחברות הביטוח המוחזקות בטווח זמן זה, נוכח הסביבה העסקית המתגברת, הנובעת מסביבת ריביות נמוכה היסטורית, אי הודאות בשוק ההון ותמורות רגולטוריות המשפיעות על יכולת החלוקה, כאשר להערכתנו המבטחים (מנורה ביטוח ושומרה) צפויים להמשיך ולבנות את כרית ההון בטווח זמן זה. בנוסף, הנחנו הכנסות מריבית ודמי ניהול בהיקפים דומים לשנים האחרונות ממנורה ביטוח, כאשר יתר האחזקות צפויות להניב תזרים שולי יחסית לחברה. בתרחיש זה החברה לא צפויה לבצע השקעות משמעותיות אולם אנו מביאים בחשבון כי היא עשויה לחלק עוד דיבידנדים בטווח הקצר-בינוני, וזאת כתלות בשמירת כרית נזילות של קרן וריבית שנה קדימה.

בתרחיש זה, יחס שירות החוב (DSCR) ינוע בטווח של 0.4-0.6, בטווח הזמן הקצר והבינוני, בעיקר, נוכח עלייה בעומס הפירעונות בשנים 2018-2019 וחלוקת דיבידנדים ככל שתהיה. כתוצאה מכך, צפויה להערכתנו שחיקה מתמשכת בכרית הנזילות הטובה של החברה, אולם זו תיוותר הולמת בטווח הזמן הקצר והבינוני, כפי שמתבטא ביחס שירות החוב כולל כרית הנזילות שצפוי להערכתנו לנוע בטווח של 1.5-4.5 (בנטרול ההשקעה ב-ERN) בטווח זמן זה.

הדירוג נתמך בגמישות פיננסית ויכולת מחזור חוב טובות, הנתמכות ביחס שירות ריבית (ICR) הולם ובמינוף בולט לטובה ביחס לדירוג. בתרחיש הבסיס שלנו, כפי שפורט לעיל, יחס שירות הריבית צפוי לנוע בטווח הזמן הקצר והבינוני בטווח של 2.3-3.6. שיעור המינוף (LTV) נבחן תחת מספר תרחישים לגבי שווי האחזקות, כנגזר משווי השוק של מנורה החזקות, המגלמים יחס מינוף שנע בטווח שבין 14% ל-22%, אשר הינו טוב ביחס לדירוג ותומך ביכולת מחזור החוב במידת הצורך. הגמישות הפיננסית של החברה מושפעת גם מעומס פירעונות אשר צפוי לעלות באופן משמעותי בשנים 2018-2019 בהתאם ללוח סילוקין, אך יחד עם זאת היא נתמכת בנגישות גבוהה לגורמים המממנים, היעדר קובננטים אפקטיביים ויכולת מימוש נכסים במידת הצורך.

נציין כי במסגרת דירוג אגרות החוב שגייסה, הצהירה החברה על כוונתה לשמור על נכסים נזילים וקווי אשראי בשיעור של 100% מהחזרי החוב (קרן וריבית) שנה מראש לפי לוח הסילוקין.

אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו כי לא יחול שינוי משמעותי לרעה בפרופיל הפיננסי ובפרופיל הסיכון של החברה ביחס לתרחיש הבסיס של מידרוג.

**מנורה מבטחים החזקות (סולו) - נתונים פיננסיים עיקריים (במיליוני ₪)**

31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	31/03/2016	31/03/2017	
3,440	3,439	3,447	3,468	3,594	השקעות במוחזקות [1]
16	27	181	15	62	מזומנים ושווי מזומנים
246	236	379	186	392	השקעות פיננסיות
3,851	3,900	4,270	3,864	4,331	סה"כ נכסים
3,066	3,180	3,377	3,150	3,384	הון עצמי
703	611	751	605	750	חוב פיננסי

13%	10%	6%	12%	8%	חוב נטו לסך השקעה במוחזקות
37%	43%	74%	33%	61%	נזילות לחוב

212	215	44	(122)	80	רווח נקי
241	142	197	(30)	57	סה"כ רווח כולל
100	70	238	0	16	דיבידנד שהתקבל
(100)	-	-	-	-	דיבידנד ששולם [2]

[1] בנטרול עודף הפסדים על השקעות במוחזקות  
 [2] דיבידנד בהיקף של 50 מיליון ₪ חולק באפריל 2017

**פירוט השיקולים העיקריים לדירוג**

**אחזקת שליטה בפעילויות משיקות בתחומי הביטוח וחסכון ארוך הטווח המהווים עוגן לדירוג**

לחברה תיק אחזקות ריכוזי בענף הביטוח והפיננסים, כאשר שתי אחזקותיה העיקריות (לחברה שליטה מלאה בשתייהן) נותרו מנורה ביטוח (כ- 50% משווי ההשקעות בספרי החברה) ומנורה מבטחים פנסיה וגמל (כ- 20% מהשווי בספרים), אשר הינה וצפויה להמשיך ולהיות מקור הדיבידנדים העיקרי בטווח הזמן הקצר והבינוני, להערכתנו. אסטרטגיית החברה לגוון את תיק ההשקעות מהווה גורם חיובי בדירוג, אשר עשוי לתמוך בשרידות החברה לאורך המחזור ובפרט בענפים בעלי קורלציה נמוכה יחסית עם החזקות הליבה וככל שהתלות (בשווי ובתזרים) באחזקות אלה תקטן. אחזקות אלה כוללות מספר אחזקות קטנות יותר בענפי ביטוח כללי (שומרה חברה לביטוח בע"מ), ניהול נכסים (מנורה מבטחים פיננסים בע"מ<sup>2</sup>), מימון (אמפא קפיטל בע"מ), נדל"ן (מנורה מבטחים נדל"ן בע"מ) וכן פעילות של מתן התחייבויות לפירעון אמצעי תשלום (אי.אר.אן ישראל בע"מ, עסקה שהושלמה בינואר 2017), אשר תורמות לפיזור התיק, אולם היקף הדיבידנדים הצפוי מהן עדיין שולי יחסית.

**נחיתות מבנית ביחס למבטח לצד מגבלות רגולטוריות על חלוקת דיבידנד**

החברה מחזיקה ב- 100% ממניות מנורה ביטוח בעלת תרומה משמעותית לשווי התיק, אולם ללא השפעה תזרימית להערכתנו בטווח הזמן הקצר והבינוני. מנורה ביטוח הינה אחת מ- 5 חברות הביטוח הגדולות בישראל, המדורגת בדירוג איתנות פיננסית (IFS) של Aa2.il. דירוג המבטח מבוסס על פרופיל עסקי גבוה יחסית, שנתמך גם בגודלה של החברה ובתמהיל פעילות מפורז, התומכים ביכולת השבת הרווחים שלה. הפרופיל הפיננסי נתמך בכריות ספיגת הפסדים הולמות ביחס לתרחישי הקיצון של מידרוג ובניהול הון בשיעורים מספקים מעל דרישות הרגולציה. מנגד, רווחיות החברה נמוכה יחסית וחשופה לגורמים אקסוגניים רבים, בדומה ליתר חברות הביטוח הגדולות ובהם תנודתיות בשוק ההון, מגוון פרמטרים כלכליים ודמוגרפיים (עקומי הריבית, שיעור האינפלציה, תוחלת החיים ועוד) ורגולציה מעודדת תחרות במקטעים מסוימים, אשר מגבילה את פוטנציאל חלוקת הדיבידנדים.

לצורך חלוקת דיבידנדים על המבטחים לעמוד בחסמי הון רגולטורים הן ביחס לתקנות הקיימות (115%) והן ביחס לדירקטיבת סולבנסי 2 (115%, 120% ו- 130% (ללא הוראות מעבר) בשנים 2017, 2018 ו-2019 בהתאמה), כאשר למנורה ביטוח קיים פוטנציאל חלוקת דיבידנדים, נוכח עמידה בעודפי הון ביחס לשני המבחנים, נכון ליום ה- 31 במרץ 2017, אולם להערכתנו המבטח ימשיך לבנות את כרית ההון גם נוכח התנודתיות הצפויה ביחסי סולבנסי 2. נוסף על כך, מבנה ההתחייבויות וההון הרגולטורי של חברת ביטוח מציב

<sup>2</sup> בשנת 2017 הפסיקה הקבוצה לנהל נכסי קרנות נאמנות וניהול התיקים: מיזוג פעילות קרנות הנאמנות (שיעור החזקות מנורה פיננסים יהיה 20% בחברה הממוזגת) ומכירת פעילות ניהול התיק השקעות לחברות מקבוצת אלטשולר שחם בע"מ ומכירת פעילות הקרנות המחוקות למגדל שוקי הון בע"מ.

מספר שכבות הבכירות לחובה הפיננסי של החברה, כאשר החוב הבכיר ביותר הינו התחייבות המבטח לבעלי הפוליסות, ותחתיו ניצבים החובות הנחותים (הון משני והון שלישוני). רק כאשר קיימת ודאות מסוימת כי למנורה ביטוח היכולת לשרת את התחייבויותיה ולעמוד בעודפי ההון הנדרשים, תיתכן חלוקת דיבידנד שתשרת את חובה הפיננסי של החברה.

תלות זו ממונתנת בהחזקה במנורה פנסיה וגמל כאמור, ובנוסף לחברה עוד מספר אחזקות התורמות לגיוון האחזקות, אולם פוטנציאל התזרים מהן (למעט מנורה פנסיה וגמל) נמוך יחסית, להערכתנו.

כאמור, מקור הדיבידנדים העיקרי של החברה הינו מנורה פנסיה וגמל, בעלת נראות דיבידנדים טובה יותר ביחס למבטח, כפי שבא לידי ביטוי בהיקף הדיבידנדים המצטברים שחילקה בשנים 2015-2016 (כ- 185 מיליון ₪). למנורה פנסיה וגמל עודפי הון גבוהים יחסית של כ- 160 מיליון ₪, ליום ה- 31 במרץ 2017 ומאופיינת ביכולת יצור רווחים טובה ויציבה יחסית, למרות הסביבה העסקית המאתגרת וזאת בשל פרופיל עסקי טוב. פרופיל זה נתמך בגודלה של מנורה פנסיה וגמל עם היקף נכסים מנוהלים הגבוה בענף (כ- 110 מיליארד ₪ ליום ה- 31 בדצמבר 2016) ובמגמת צמיחה מתמשכת בשנים האחרונות ומשתקף בנתח שוק משמעותי של כ-35% לאותו המועד. בשנים האחרונות הציגה מנורה פנסיה וגמל גידול בסך ההכנסות והרווח הנקי זאת בעיקר לאור הגידול המהיר בהיקף הנכסים המנוהלים (כ-30% במצטבר בשנים 2014-2016) ולמרות שחיקה מתמשכת בשיעור דמי הניהול בעקבות התחזקות התחרות בענף, שנתמכה גם בתמורות רגולטוריות. להערכתנו, הסביבה העסקית תמשיך להיות מאתגרת בטווח הזמן של השנתיים הקרובות ובפרט בענף הפנסיה, כאשר לחץ המחירים צפוי להימשך וללחוץ על רווחיות מנורה פנסיה וגמל, נוכח התגברות התחרות ובתמיכת הרגולציה, אולם במקביל צפוי המשך גידול מהיר בהיקף הנכסים המנוהלים גם במגזר הפנסיה בעיקר מהפקדות שוטפות משמעותיות וצמיחה מתונה יחסית בתמ"ג, וגם בפעילות הגמל, נוכח מספר רפורמות שעוררו מחדש את הענף.

### צפי ללחץ על יחסי שירות החוב בשל עלייה בעומס הפירעונות

לא חל שינוי בהערכתנו לגבי נראות התזרים מנכסי הבסיס בשנתיים הקרובות ביחס להערכתנו הקודמת. בצד המקורות אנו צופים כי מנורה פנסיה וגמל תמשיך להוות מקור הדיבידנדים העיקרי בטווח הזמן הקצר והבינוני ובתרחיש הבסיס שלנו תמשיך לחלק דיבידנדים בטווח שבין 40 ל- 50 מיליון ₪ בשנה. תרחיש זה מתבסס כאמור על הנחתנו להמשך צמיחה בהיקף הנכסים המנוהלים בפעילות הפנסיה אל מול שחיקה ברווחיות. בנוסף, צפויות הכנסות מריבית ודמי ניהול, בטווח של כ- 25-30 מיליון ₪ בשנה בעיקר ממנורה ביטוח. יתר האחזקות צפויות להניב תזרים שולי יחסית לחברה (כ- 10 מיליון ש"ח בשנה בטווח התחזית וללא הנחה לעלייה בשיעורי ההחזקה). לא הנחנו חלוקת דיבידנדים מחברות הביטוח (מנורה ביטוח ושומרה) המוחזקות בטווח זמן זה, נוכח הסביבה העסקית המאתגרת, הנובעת מסביבת ריביות נמוכה היסטורית, אי הודאות בשוק ההון ותמורות רגולטוריות המשפיעות על יכולת החלוקה, כאשר להערכתנו המבטחים צפויים להמשיך ולבנות את כרית ההון. נציין, שבתרחיש זה גם גילמנו גם את מחויבות החברה לתמוך בהלוואה שניתנה למנורה נדל"ן ממנורה ביטוח.

בצד השימושים, הונחו תשלומי קרן וריבית לפי לוח הסיילוקין, הוצאות המטה של כ-15 מיליון ₪ בדומה לשנים האחרונות וכן אנו מביאים בחשבון כי החברה עשויה לחלק עוד דיבידנדים בטווח הקצר-בינוני, וזאת כתלות בשמירת כרית נזילות של קרן וריבית שנה קדימה. בנוסף, לא הונחו השקעות משמעותיות נוספות, למעט מימוש אופציה להגדלת חלקה של החברה באמפא קפיטל בטווח הזמן הבינוני כחלק מהסכם ההשקעה המקורי.

בתרחיש זה, יחס שירות החוב (DSCR) ינוע בטווח של 0.4-0.6, בטווח הזמן הקצר והבינוני, בעיקר, נוכח עלייה בעומס הפירעונות בשנים 2018-2019. יחס זה נמוך ביחס לדירוג. כתוצאה מכך, צפויה להערכתנו שחיקה מתמשכת בכרית הנזילות הטובה של החברה, אולם זו תיוותר הולמת בטווח הזמן הקצר והבינוני, כפי שמתבטא ביחס שירות החוב כולל כרית הנזילות שצפוי להערכתנו לנוע בטווח רחב של 1.5-4.5 (בנטרול השקעה ב-ERN). נציין עוד, כי הפרופיל הפיננסי של החברה מאפשר לה לספוג תרחיש קיצון מוגבל בזמן הכולל היעדר קבלת דיבידנדים נוספים בשנה הקרובה ושחיקה בהיקף הדיבידנדים שיתקבלו בשנתיים שלאחר מכן וללא חלוקת דיבידנדים לבעלים בטווח זמן זה.

### גמישות פיננסית טובה הנתמכת ביחס שירות ריבית הולם ובמינוף בולט לטובה ביחס לדירוג

להערכתנו לחברה גמישות פיננסית ויכולת מחזור חוב טובות, הנתמכות ביחס שירות ריבית (ICR) הולם ובמינוף טוב ביחס לדירוג. בתרחיש הבסיס שלנו, כפי שפורט לעיל, יחס שירות הריבית צפוי לנוע בטווח הזמן הקצר והבינוני בטווח הולם של 3.6-2.3. בנוסף, שיעור המינוף (LTV) נבחן תחת מספר תרחישים לגבי שווי האחזקות, כנגזר משווי השוק של מנורה החזקות, המגלמים יחס מינוף כולל העמסת החוב של מנורה נדל"ן שנע בטווח שבין 14% ל-22%, אשר הינו בולט לטובה ביחס לדירוג ותומך ביכולת מחזור החוב במידת הצורך.

הגמישות הפיננסית של החברה מושפעת גם מעומס פירעונות, אשר צפוי לעלות באופן משמעותי בשנים 2018-2019 בהתאם ללוח הסילוקין, אולם לאחר שנים אלה צפויה הקלה משמעותית בעומס הפירעונות, כאשר לחברה נגישות גבוהה לגורמים המממנים, היעדר קובננטים אפקטיביים ושעבוד שלילי על נכסיה. בנוסף, הגמישות נתמכת מיכולת מימוש נכסים נוספים (נדל"ן להשקעה בבעלות החברה ואופציית מכר על יתרת ההחזקה במניות אלטשולר שחם ניהול קרנות נאמנות).

### פרופיל נזילות טוב אך צפוי להישחק בטווח הזמן הקצר-בינוני

נכון ל-31 למרס 2017 קיימת לחברה כרית נזילות בהיקף מהותי של כ-454 מיליון ₪ המהווים כ-60% מסך החוב וכ-105% משירות החוב (קרן וריבית) הצפוי בשלוש השנים הקרובות. כרית הנזילות מורכבת ברובה מתיק ניירות ערך סחיר בפרופיל סיכון שוק סביר יחסית להערכתנו. בנוסף, לחברה קווי אשראי בלתי מנוצלים וחתומים בהיקף של כ-60 מיליון ₪. כרית נזילות זו מהווה כרית ביטחון כנגד שחיקה בנראות הדיבידנדים, או רעשים חד פעמיים ובלתי צפויים. בנוסף, נציין כי במסגרת דירוג אגרות החוב שגייסה, הצהירה החברה על כוונתה לשמור על נכסים נזילים וקווי אשראי בשיעור של 100% מהחזרי החוב (קרן וריבית) שנה מראש, לפי לוח הסילוקין. ירידה מיחס זה עלולה להשפיע לשלילה על הדירוג.

### אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים להביא להעלאת הדירוג:

- גידול משמעותי ופרמננטי ביכולת שירות החוב השוטף לאורך זמן.
- פיזור תיק ההשקעות וגיוון משמעותי של יכולת יצור התזרים.

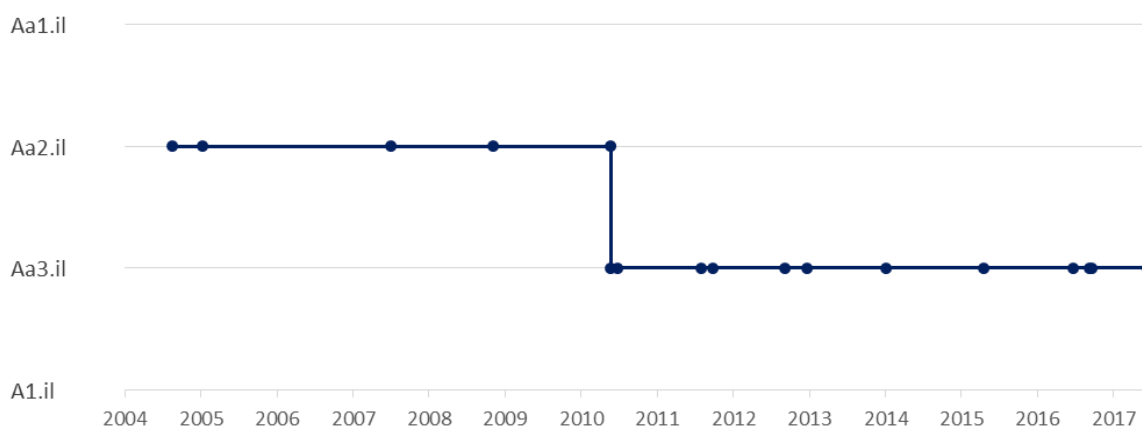
גורמים אשר יכולים להורדת הדירוג:

- הרעה מתמשכת בפרופיל העסקי והפיננסי של המוחזקות העיקריות.
- שחיקה משמעותית בנראות הדיבידנדים מהמוחזקות בטווח הזמן הבינוני ארוך.
- מדיניות חלוקת דיבידנד אשר תפגע באיתנות הפיננסית של החברה.

### אודות החברה

החברה הינה חברת החזקות ואחת מחמש קבוצות הביטוח והפיננסיים הגדולות בישראל, המנהלת את קרן הפנסיה הגדולה בישראל - "מבטחים החדשה", ובעלת השליטה בחברות הביטוח מנורה מבטחים ביטוח בע"מ ושומרה חברה לביטוח בע"מ. החברה עוסקת, באמצעות חברות בנות בשליטה (לרבות סוכנויות ביטוח), בכל ענפי הביטוח העיקריים, ובכלל זה ביטוח חיים וחסכון ארוך טווח, הכולל פנסיה וגמל, ביטוח כללי, הכולל ביטוח רכב (חובה ורכוש) ביטוח כללי אחר וכן ביטוח בריאות. לחברה גם פעילויות כגון השקעות בנדל"ן ופעילות סולארית בארץ ובחו"ל באמצעות חברות בשליטה, וכן פעילות אשראי ומימון לעסקים קטנים ובינוניים ופעילות של מתן התחייבויות לפירעון אמצעי תשלום וזאת באמצעות חברות כלולות. מניות החברה נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב. בעלי השליטה של החברה הינם פלמס אסטבלישמנט וניידן אסטבלישמנט (תאגידים זרים), המוחזקים בנאמנות עבור ה"ה טלי גריפל וניבה גורביץ, בהתאמה, והמחזיקים ביחד בכ- 62% ממניות החברה. מנכ"ל החברה הינו מר ארי קלמן.

### היסטוריית דירוג



**דוחות קשורים**

[מנורה מבטחים החזקות בע"מ - עדכון פעולת דירוג - ספטמבר 2016](#)

[מנורה מבטחים החזקות בע"מ - פעולת דירוג - ספטמבר 2016](#)

[מנורה מבטחים החזקות בע"מ - מעקב - יוני 2016](#)

[מתודולוגיית דירוג חברות ביטוח - יולי 2016](#)

[מתודולוגיית דירוג חברות אחזקה - דצמבר 2011](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

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

**מידע כללי**

29.06.2017	תאריך דוח הדירוג:
27.09.2016	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
09.08.2004	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
מנורה מבטחים החזקות בע"מ	שם יוזם הדירוג:
מנורה מבטחים החזקות 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 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 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, לתרגם 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 יקוט 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 מניפק, ערב, אגרת חוב או מכשיר פיננסי אחר שבכונתו 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.

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 כתב המסמך ואיננה משקפת בהכרח את דעתה של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, דירקטורים 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 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 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 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 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 עובדות ועדת הדירוג שלה.