

American Equity Partners Limited

דירוג ראשוני | יולי 2025

אנשי קשר:

אלכסנדר ארליך
אנליסט בכיר, מעריך דירוג ראשי
Alexander.E@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל
ראשת תחום נדל"ן - מעריכת דירוג משנית
i.sigal@midroog.co.il

American Equity Partners Limited

דירוג מנפיק (מותנה)	(P) Baa1.il	אופק דירוג: יציב
דירוג סדרה מובטחת (מותנה)	(P) A3.il	אופק דירוג: יציב

מידורג קובעת דירוג מותנה (P) Baa1.il¹ לחברת American Equity Partners Limited (להלן: "אמריקן אקוויטי" או "החברה") וכן קובעת דירוג מותנה (P) A3.il (סדרה א') מובטחות בשעבודים בסך של עד 525 מ' ש"ח ערך נקוב שמתכננת החברה להנפיק. תמורת הנפקת אגרות החוב (סדרה א') מיועדת ברובה לפירעון חוב בכיר (כ- 108 מ' דולר) בגין 4 נכסים שישועבדו לטובת מחזיקי אגרות החוב (סדרה א') ולפירעון הלוואות לא בכירות מצדדי ג' (כ- 14 מ' דולר). יתר תמורת ההנפקה בניכוי הוצאות הנפקה תשמש את החברה בעיקר להשקעות בנכסים, בין היתר, השקעה בנכס H6 בסך כ-25 מיליון דולר. בכפוף לביצוע ההנפקה, התחייבה החברה להמיר להון מניות הלוואות מצדדים קשורים בסך כ- 24.8 מ' דולר. אגרות החוב (סדרה א') עומדות לפירעון בתשלום אחד ביום 30 ביוני 2029. עם התקיימות התנאים להלן יוסר סימול הדירוג כמותנה: (1) מילוי התנאים והמצגים המפורטים בטיטוט תשקיף ההנפקה מ- 08.07.2025 המתייחסים למבנה ההנפקה הכולל ובין היתר העברת מלוא הזכויות והנכסים לידי החברה וכן (2) רישום השעבודים לטובת אגרות חוב סדרה א'.

אודות החברה

החברה הוקמה והתאגדה ביום 23 באוקטובר 2024 כחברה פרטית מוגבלת במניות בהתאם להוראות BVI Business Companies Act, 2024 ומאז הקמתה לא הייתה לה כל פעילות, הון או התחייבות. החברה הוקמה לצורך גיוס אגרות חוב בבורסה לני"ע בתל אביב. בעלי השליטה בחברה התחייבו כי בכפוף להשלמת ההנפקה וקודם לרישום למסחר של אג"ח סדרה א' של החברה יועברו לחברה זכויותיהם בהון ובהצבעה ב- 11 תאגידים המחזיקים במלוא הזכויות (100%) ב- 9 נכסי נדל"ן מניב.

בעלת המניות וזכויות ההצבעה בחברה (100%) הינה American Equity Partners Global LLC (להלן: "AEPG" או "קבוצת AEP" או "החברה האם"), תאגיד אמריקאי המאוגד בדלאוור ארה"ב. קבוצת AEP היא קבוצה פרטית אשר נוסדה בשנת 2000 ועוסקת ברכישה, השבחה, מימון, השכרה, ניהול והחזקה של נדל"ן מניב בארה"ב לשימוש משרדים ושימוש תעשייתי-לוגיסטי וכן, מחזיקה בפעילות של דיור להשכרה בצפון מזרח ארצות הברית. לפי החברה, הקבוצה מתמחה ברכישת נכסים בעלי פוטנציאל השבחה, משפצת וממצבת אותם מחדש לצורך הגדלת שיעור האכלוס והארכת מח"מ החוזים. נכסי הנדל"ן שיועברו לחברה כוללים 6 נכסים מניבים בשימוש למשרדים/עירוב שימושים ו-3 נכסים מניבים בשימוש לתעשייה ולוגיסטיקה. הנכסים ממוקמים במדינת ניו-ג'רזי, ארה"ב, פרט לנכס אחד הממוקם במדינת פלורידה.

בעל השליטה בחברה המוגדר כאיש מפתח בהיננו מר אפריים שטיינברג שהינו מנכ"ל קבוצת AEP הצפוי לשמש כמנכ"ל החברה. אנשי מפתח נוספים הם מר דיוויד אלקובי בעל מניות ומשמש כסמנכ"ל הנדל"ן של קבוצת AEP ואחראי על ניהול מערך ההשכרות של החברה ומר בנציון פישבין, בעל מניות בחברה וסמנכ"ל התפעול של קבוצת AEP באמצעות ברוד מנג'מנט. עם העברת הנכסים לחברה תחולק מחדש האחזקה ב-AEPG בין בעלי המניות הנמנים על הנהלת הקבוצה, ומחזיקים כיום בבעלות בחלקים שווים, לבין צדדים קשורים המחזיקים גם הם בזכויות בנכסים, כך שעיקר מניות החברה יוחזקו כדלקמן: מר אפריים שטיינברג 11.53%, מר דוד אלקובי 13.45%, מר בנציון פישבין 9.82%, מר בארי פרידמן 30.52%, מר אפריים הורוביץ 11.16% וכן גב' מינדי שטיינברג 8.60%.

מטה הקבוצה שוכן ב- Lakewood ניו-ג'רזי והוא מונה כ- 30 מנהלים ועובדים, לרבות עובדי Broad Real Estate Services, INC ("ברוד מנג'מנט") שהינה חברה בבעלות בעל השליטה בחברה ובעלי מניות נוספים, המספקת שירותי ניהול נכסים, השכרה, ניהול

¹ (P) - מידורג מציבה דירוגים מותנים כאשר כניסת הדירוג לתוקפו כפופה להתקיימות נסיבות המפורטות בדו"ח הדירוג, בין היתר, כאשר כניסת הדירוג לתוקף כפופה להשלמות שונות. להגדרת "דירוג מותנה" ראה קישור למסמך סולמות הדירוג של מידורג בפרק דוחות קשורים.

ותחזוקה לנכסי הקבוצה וללקוחות צד ג'. נכסי החברה יוסיפו להתנהל בידי ברוד מנג'מנט בתמורה לדמי ניהול ותשלומים נוספים שנקבעו מראש בהסכם ניהול בין חברות הנכס לבין ברוד מנג'מנט.

לפי החברה, קבוצת AEP בחרה שלא להעביר נכסים מסוימים לחברה בהם היא מחזיקה לבדה או יחד עם שותפים, לרבות נכסי משרדים שאינם מיוצגים עדיין וכן נכסים נוספים שמוחזקים על ידי הקבוצה בשיעורים נמוכים. בעל השליטה בחברה התחייב שלא לרכוש או להשקיע 100% מזכויות בנכס נדל"ן להשקעה בתחום המשרדים והתעשייה-לוגיסטיקה אלא בכפוף לזכות סירוב ראשונה של החברה לרכישת הנכס החדש וכפי שמתואר בתשקיף ההנפקה.

שיקולים עיקריים לדירוג

- סקטור המשרדים בארה"ב מצוי במשבר שהחל עם פרוץ הקורונה ושינוי דפוסי העבודה ומאופיין בסיכון גבוה יחסית לסקטורים, תוך שיפור בסגמנט הנכסים האיכותיים במיקומי פריים.** העלייה בשיעור העובדים מהבית ומעבר לעבודה היברידית הובילו לירידה בביקוש לשטחי משרדים לצד עלייה בהיצע שטחי משרדים שנמשכה לאורך העשורים האחרונים. ירידת הביקוש תורגמה בהדרגתיות לנתוני התפוסות בשל חוזי השכירות הארוכים יחסית. ברבעון הראשון של שנת 2025 הגיע שיעור אי-התפוסה הכלל ארצי בסקטור לשיא של 20.4%, וההערכה היא כי שיעור זה אינו צפוי להשתפר במהלך 2025. שוק הנדל"ן למשרדים בנוי-גרזי אופיין אף הוא בעלייה בשיעורי אי-התפוסה בשנים 2020-2023. ברבעון הראשון של שנת 2025 שיעור אי-התפוסה עמד על כ- 19.4% ו- 19.7% ספציפית באזור צפון ניו-גרזי. היקף הספיגה נטו של שטחי משרדים בצפון ומרכז ניו גרזי היה חיובי בשנת 2024 לראשונה מזה ארבע שנים והנתון החיובי המשיך גם ברבעון הראשון של שנת 2025. ספיגה נטו חיובית נרשמה בעיקר בנכסי קלאס A. נכסי משרדים איכותיים במיקומים נוחים תחבורתית צפויים להתאוששות ברמות אי התפוסה בשנים 2025-2026, כאשר התחלות הבנייה בסקטור נמצאות בירידה והדבר צפוי לתרום להתייצבות. תנאי המימון לסקטור נותרו הדוקים.
- מיצוב נכסים חזק יחסית עם שיעורי תפוסה בעלייה, מח"מ חוזים ארוך ופיזור שוכרים רחב.** החברה פועלת בתחום הנדל"ן המניב בצפון ניו גרזי, ארה"ב תוך התמקדות בנכסי נדל"ן מניב לשימוש משרדים/שימושים מעורבים (כ-76% משווי הוגן נדל"ן להשקעה בספרי החברה ליום 31.03.2025) ולשימוש תעשייה-לוגיסטיקה (כ-24%), עם היקף מאזן של 372 מ' דולר ל-31.03.2025. נכסי המשרדים של החברה בעלי מיצוב טוב יחסית לסביבתם העסקית, להערכת מידרוג. הנכסים ותיקים מאוד, אולם עברו שיפוץ ושידרוג מאז נרכשו על ידי החברה. מרבית נכסי המשרדים של החברה מצויים בסביבה פרברית ובגישות טובה לערוצי תחבורה. שיעור התפוסה המשוקלל בנכסי המשרדים של החברה נאמד בכ-84% ל-31.03.2025 ובסמוך למועד זה נאמד בכ-86%. נתון זה מושפע מהנכס H6 (נכס מהותי בשימוש מסחרי ומרכז רפואי) שנמצא בשלבי אכלוס. מח"מ חוזי המשרדים ארוך והם מאופיינים בפיזור רחב של שוכרים ממגוון רב של ענפים. נכסי התעשייה-לוגיסטיקה בעלי שיעור תפוסה של 100%, מאופיינים במיקומים אסטרטגיים שהולמים את מאפייניהם ובעלי מח"מ חוזים ארוך מאוד.
- תזרים תפעולי צר ויחס כיסוי איטי מאוד.** NOI בספרי החברה הסתכם בכ-22.4 מ' דולר ב-12 החודשים שעד 31.03.2025, בהשוואה ל-21.3 מ' דולר בכל שנת 2024 ו-14.6 מ' דולר בשנת 2023. הגידול ב-NOI נבע מעלייה בשיעור התפוסה המשוקלל בנכסי החברה, רכישת הנכס H6 ועלייה חוזית בדמי השכירות. על פי תרחיש הבסיס של מידרוג, NOI לשנים 2025-2026 צפוי לעמוד על כ-27 מ' דולר. FFO מותאם² ל-12 חודשים אחרונים נאמד בסכום שלילי זניח. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, FFO מותאם צפוי לעמוד על 6-7 מ' דולר לשנה בשנים 2025-2026 בעיקר לאור השיפור ב-NOI וקיטון בהוצאות הריבית לאחר הנפקת האג"ח. יחס כיסוי חוב נטו ל-FFO צפוי לעמוד על 34.

² כולל מרכיב מיצוע הכנסות שכירות המוכרות ברווח והפסד אך אינן תזרימיות ומידרוג כוללת הכנסות אלו בחישוב FFO מותאם.

- **התזרים התפעולי צפוי להשתפר עם אכלוס נכס מהותי ומימון מחדש של הלוואות יקרות.** החברה ייצרה FFO תזרימי שלילי בגובה 2-3 מ' דולר לשנה בשנים 2023-2024 בעיקר בשל רכישת הנכס המשמעותי H6 כשהוא אינו מאוכלס ונושא עלויות ריבית גבוהות. עם העלייה בשיעור האכלוס בנכס זה ומימון מחדש של הלוואה יקרה בגינו התזרים מהנכס ישתפר. עלייה בשיעורי האכלוס צפויה להירשם בעוד נכסים. ואולם, הכנסת שוכרים חדשים לתקופות ארוכות דורשות השקעות הוניות. גיוס אג"ח בהיקף של עד 525 מ' ע.ג. (כ- 158 מ' דולר) ופירעון הלוואות בגין הנכסים שישועבדו צפוי להותיר בידי החברה יתרות מזומנים של 20-28 מ' דולר שנועדו להשקעות בנכסים וכן לעיבוי הנזילות. ליום 31.03.2025 לחברה גירעון בהון החוזר בסך 139 מ' דולר המורכב ברובו מחלויות שוטפות של הלוואות מובטחות. מידרוג הניחה בתרחיש הבסיס כי לחברה יכולת למחזר הלוואות אלה על סמך רמת המינוף של הנכסים והיותם מיוצבים.
 - **המינוף בולט לטובה לרמת הדירוג אך הגמישות הפיננסית צרה.** יחס חוב פיננסי נטו לקאפ נטו עמד על כ-60% ל-31.03.2025 ורשם עלייה בשנים 2023-2024 בשל רכישת נכס ועלייה בהוצאות המימון. עלייה זו מותנה מצד רווח מעליית ערך נדל"ן להשקעה והשקעות בעלים, נטו. גיוס האג"ח כמתוכנן צפוי להגדיל את החוב הפיננסי לצורך השקעות הוניות שהחברה נדרשת לבצע בנכסים, ומבלי שהחברה צפויה לייצר תזרים מזומנים תפעולי מהותי בשנה הקרובה. במסגרת הגיוס יומרו להון הלוואות מצדדים קשורים בהיקף של כ- 24.8 מ' דולר. יחס המינוף צפוי לעמוד בטווח 60%-58% בתרחיש הבסיס של מידרוג. נכסי החברה משועבדים כולם לטובת הלוואות בכירות ויחס חוב מובטח לנדל"ן להשקעה נכון ליום 31.03.2025 עומד על כ- 45% לאור הלוואות לא מובטחות מצדדים קשורים ומממנים אחרים. שעבוד נכסים לטובת האג"ח ופירעון הלוואות בכירות והלוואות לא בכירות צפוי להגדיל את יחס חוב מובטח לנדל"ן להשקעה לרמה של סביב 60%. לפי נתוני החברה, היא עומדת בכל אמות המידה הפיננסיות מול הבנקים המממנים.
 - **בכוונת החברה להגביל את רמת המינוף, להימנע מרכישת נכסים לא מיוצבים ולהגביל את החלוקה - מדיניות זו דורשת בחינה לאורך זמן.** קבוצת AEPG מייעדת את פעילות החברה לנכסים מיוצבים בלבד. על פי הצהרתה, החברה אינה עתידה ליזום או לרכוש נכסים באופן שיפגום ביחסיה הפיננסיים. כמו כן, החברה הצהירה כי בכוונתה להותיר בקופתה יתרות נזילות בגובה ריבית אג"ח שנתית וכי אין בכוונתה לחלק דיבידנדים לפני התייצבות התזרים מנכסים באכלוס. מדיניות ניהול הנזילות וסיכוני השוק של החברה דורשת בחינה לאורך זמן, שכן עד כה החברה התנהלה כקבוצה פרטית.
- תרחיש הבסיס של מידרוג מניח עלייה בהיקף NOI מהנכסים בהתאם לחוזים החתומים; גיוס אג"ח ופירעון חוב בכיר מתמורת האג"ח בהתאם למתווה הגיוס לעיל; המרה להון מניות של הלוואות בעלים בהתאם למתווה הגיוס לעיל; מחזור הלוואות בכירות שיוותרו בחברה במהלך 2025-2026; השקעות בנכסים הקיימים בהיקף מצטבר של כ- 36 מ' דולר על פני 2025-2026 כולל עמלת תיווך.**

שיקולים נוספים לדירוג

דירוג החברה הושפע לשלילה משיקולים נוספים של מידרוג בהערכת סיכון האשראי של החברה. אלו כוללים את הנזילות החלשה של החברה ותזרים מזומנים צר יחסית.

שיקולים מבניים לדירוג

להבטחת הקיום המלא והמדויק של כל התחייבויות החברה על פי אגרות החוב (סדרה א') ושטר הנאמנות ופירעונם של כלל הסכומים המובטחים, מתחייבת החברה לרשום לטובת מחזיקי אגרות החוב (סדרה א') שעבדים על 4 נכסי נדל"ן מניבים בהם מחזיקה החברה בשרשור בבעלות מלאה, כדלקמן: 7303 Plantation Rd -i H6, Tower Center, The 9 at Parsippany. בנוסף בכוונת החברה להותיר בשעבוד בחשבון הנאמנות 25 מ' דולר מתוך תמורת הגיוס אשר תשמש להשקעות בנכס H6 בהתאם למנגנון שטר הנאמנות. השעבדים לטובת מחזיקי האג"ח יכללו בין היתר שעבוד מדרגה ראשונה על זכויות חברות הנכס בנכסים המשועבדים, שעבוד על זכויות החברה בחברות הנכס והמחאה של הסכמי שכירות בנכסים. לפרטים מלאים אודות מבנה השעבדים ותנאיהם אנו מפנים לטיוטת תשקיף מיום 7 ביולי 2025 שפרסמה החברה. מידרוג בחנה מתן הטבה דירוגית לאגרות החוב המוגבות בבטוחות (סדרה א')

בהתאם למתודולוגיה "שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי"³. בחינת הסדרה המובטחת כללה הערכה של איכות הבטוחה ושל שיעור ההשבה של הבטוחה ביחס לחוב המובטח, ובהתחשב בדירוג המנפיק. מידרוג מעריכה את מאפייני הבטוחה לטובת אגרות החוב (סדרה א') באיכות "גבוהה" לאור התזרים השוטף מהנכסים, מיקומם ושוויים וכן לנוכח המבנה המשפטי של הבטוחה. מידרוג בחנה את שיעור ההשבה מהנכסים תחת תרחישי רגישות ביחס לשווי ההוגן של נכסי הנדל"ן המשועבדים ליום 31.03.2025 הנע עד כדי 40% משוויים. להערכת מידרוג, תחת תרחישי הרגישות, יחס ההשבה למחזיקי אגרות החוב (סדרה א') עולה בסבירות גבוהה על 70%. בהתאם לכך מידרוג העניקה לאגרות החוב (סדרה א') הטבה דירוגית בגובה נטש אחד מעל דירוג המנפיק.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב מבטא את הערכת מידרוג כי ביצועי הנכסים של החברה יציגו יציבות ואף שיפור בשנה הקרובה, וכי החברה לא תגדיל את רמת המינוף מעבר לתרחיש הבסיס של מידרוג. כמו כן אופק הדירוג היציב מתבסס על הערכתנו כי החברה תצליח למחזר הלוואות מובטחות בנכסים ותשפר את נזילותה.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- עלייה משמעותית בהיקף ההכנסות ו-FFO וגידול בתזרים המזומנים מפעילות שוטפת
- שיפור בגמישות הפיננסית ובנזילות החברה

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- אי שיפור בהיקף FFO ויחס הכיסוי חוב נטו ל-FFO בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג
- עלייה ביחס חוב נטו לקאפ נטו בהשוואה לתחזית מידרוג

American Equity Partners Limited - נתונים פיננסיים עיקריים פרופורמה, במיליוני דולר ארה"ב

31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.03.2025	
285.0	348.4	372.5	372.5	סך מאזן
148.1	196.6	209.5	210.1	חוב פיננסי ברוטו
4.2	1.3	1.3	1.5	מזומנים ושווי מזומנים
53.3%	58.5%	59.2%	60.2%	חוב נטו / CAP נטו
19.1	(7.7)	18.3	(5.0)	רווח (הפסד) נקי
13.9	11.9	18.5	4.4	EBITDA
3.0	0.9	(0.1)	(2.3)	Adj. FFO
40 <	40 <	-	-	חוב נטו ל- Adj. FFO

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

סקטור הנדל"ן המניב למשרדים בארה"ב מאופיין בשיעורי אי-תפוסה גבוהים היסטורית לצד מחירי שכירות יציבים, עלויות מימון גבוהות וסביבת מימון הדוקה; נתוני התעסוקה תומכים במגמת השיפור בענף הנדל"ן המניב לרבות סקטור המשרדים שנותר כחוליה החלשה, אולם אי הוודאות הכלכלית עודנה גבוהה יחסית

החברה פועלת בתחום הנדל"ן המניב בצפון ניו ג'רזי, ארה"ב תוך התמקדות בנכסי נדל"ן מניב לשימוש משרדים ונכס בשימוש מעורב (כ-76% משווי הוגן נדל"ן להשקעה בספרי החברה ליום 31.03.2025) ותעשייה-לוגיסטיקה (כ-24%).

³ הדוח המתודולוגי מופיע באתר מידרוג: www.midroog.co.il

ארה"ב מדורגת Aa1 באופק יציב על ידי Moody's, ומאופיינת בכוח כלכלי יוצא דופן המתבטא בגיוון, תחרותיות, רמת הכנסה גבוהה לנפש וכן, חשיפה נמוכה לסיכונים נזילות בשל תפקידיו המרכזיים של הדולר האמריקאי ושוק האג"ח של ארה"ב במערכת הפיננסית העולמית. על פי Moody's האתגר של ארה"ב הוא ירידה צפויה בנגישות לחוב של הבנק הפדרלי. תחזית Moody's לצמיחה של הריאלית בתוצר של כלכלת ארה"ב עומדת על 1% בשנת 2025 ו-1.5% בשנת 2026, בהשוואה לצמיחה בפועל בשיעור של כ-2.8% בשנת 2024. לאחר שיא של אינפלציה בשיעור של כ-9.1% ביוני 2022 החלה הירידה הדרגתית באינפלציה בעיקר על רקע ירידה במחירי חומרי גלם והתמתנות השיבושים בשרשראות האספקה. נכון למאי 2025 שיעור האינפלציה עמד על כ-2.4%. בספטמבר 2024 הוריד הבנק הפדרלי בארה"ב את שיעור הריבית הפדרלית ב-0.5% ובמהלך החודשים נובמבר ודצמבר 2024 הוריד את שיעור הריבית הפדרלית ב-0.25% נוספים בכל אחד מהחודשים לשיעור של 4.5%. שוק התעסוקה האמריקאי מפגין חוסן יחסי כאשר שיעור האבטלה בו עמד על כ-4.1% ביוני 2025 בהשוואה לכ-4.1% בדצמבר 2024, כ-3.7% בדצמבר 2023 וכ-3.5% בדצמבר 2022.

סקטור המשרדים בארה"ב מצוי במשבר כלכלי שתחילתו מיוחסת לפרוץ הקורונה ושינוי דפוסי העבודה בעקבות המגיפה. העלייה בשיעור המועסקים העובדים מהבית ומעבר לעבודה גמישה/היברידית הוביל לירידה בביקוש לשטחי משרדים לצד עלייה בהיצע שטחי משרדים שנמשכה לאורך העשור האחרון. הסקטור סובל מזה מספר שנים מעלייה מתמשכת והדרגתית בשיעורי אי-התפוסה בשל חוזי שכירות ארוכים יחסית. בהתאם לנתוני Moody's CRE⁴, ברבעון הראשון של 2025 הגיע שיעור אי-התפוסה בסקטור לשיא של 20.4%, גידול של 0.6% שנה מול שנה, פועל יוצא של פקיעה הדרגתית של חוזי שכירות, המהווה רוח נגדית מכבידה בסקטור. שיעור העלייה בדמי השכירות עמד על 0.3% ברבעון הראשון וזהו השיעור הגבוה לאורך שבעת הרבעונים האחרונים אך עודנו נמוך ברמה היסטורית. הספיגה נטו של שטחי משרדים במונחי ר"ר עדיין חייתה שלילית (נמוכה) ברבעון הראשון של 2025, אולם במגמת שיפור משמעותי ברבעונים האחרונים⁵. קיימת שונות בספיגה נטו בין אזורים ומדינות בארה"ב בהתאם לנתוני התעסוקה וההגירה. הצמיחה בתעסוקה ומגמת החזרה למשרדים החלו לקבל ביטוי בנתוני הסקטור, עם עלייה בהיקף ההשכרות החדשות ובהכנסה התפעולית. צמיחה כלכלית מתונה והיקף נמוך של היצע שטחים חדשים צפויים לתמוך בסקטור המשרדים וב-Moody's CRE צופים שיפור מסוים באי התפוסה החל במחצית השנייה של 2025. אי הוודאות הכלכלית בארה"ב ואיומים גיאופוליטיים מכבידים על נתוני התעסוקה ומהווים איום על הענף כולו וסקטור המשרדים בתוכו. סקטור המשרדים עבר סגמנטציה בשנים האחרונות, עם פער משמעותי בין נכסי קלאס A באיכות גבוהה ובפרט נכסי פריים, לבין נכסים ותיקים ברמות איכות נמוכות. ההצלחה להשיב עובדים למשרדים מיוחסת בין היתר ליכולת של המעסיקים לייצר סביבת עבודה אטרקטיבית עבור העובדים ולנגישות תחבורתית טובה, תכונות המיוחסות לנכסים במיקום פריים, חדשים או נכסים שעברו שידרוג משמעותי.

בשנת 2024 סוכנות הדירוג Moody's שינתה את אופק הדירוג לסקטור קרנות הריט בענף הנדל"ן המסחרי ליציב משלילי⁶. בין הגורמים לכך מונים ב-Moody's הקלה מסוימת בתנאי המימון לנכסים איכותיים ברמת מינוף מתונה. המשך ירידה בשיעור הריבית, לצד אי הוודאות הכרוכה בעיתוי ובקצב הירידה, צפוי לתמוך בייצוב מחירי הנכסים ותגדיל את הנגישות למקורות הון פרטיים וציבוריים. יחד עם זאת תנאי החיתום להלוואות בנקאיות נותרו הדוקים ועלויות הריבית נותרו גבוהות והם מכבידים על תזרימי המזומנים.

מדינת ניו ג'רזי מדורגת A1 באופק חיובי על ידי Moody's, ממוקמת במזרחה של ארה"ב בין ניו יורק לפילדלפיה ו-ושינגטון, מונה כ-9.5 מיליון תושבים נכון לסוף שנת 2024 ונחשבת צפופה יחסית לארה"ב. ניו ג'רזי סבלה מהגירה שלילית בשנים 2020-2024 כתוצאה מתמורות סוציאקונומיות שאפיינו את החוף המזרחי בארה"ב כחלק מהשלכות מגיפת הקורונה. בשנת 2024 נמשכה ההגירה המקומית השלילית מניו ג'רזי אולם גידול חד בהגירה הבינלאומית למדינה הוביל גידול נטו חיובי באוכלוסייה. כלכלת ניו ג'רזי חזקה, מאופיינת בקרבה לנמלי ים גדולים, רשת כבישים ענפה ונמל תעופה בינלאומי, כאשר השכר החציוני במדינה עמד על 101 א' דולר

⁴ Q1 2025 Preliminary Trend Announcement, April 3, 2025 – Moody's CRE

⁵ MARKETBIT USA – Office Q1 2025, CUSHMAN&WAKEFIELD

⁶ REITS and Real Estate Companies – Cross Region: "Outlook stable as lower rates begin to improve values and Financing conditions", Moody's Ratings, Sep 2024

בשנה, גבוה ב- 34% מהשכר החציוני בכלל ארה"ב. שיעור האבטלה יציב ועמד על 4.8% למאי 2025. הכלכלה במדינה מגוונת מאוד עם דומיננטיות של ענפי הפיננסים והביטוח ושל ענף הפארמה.

סקטור המשרדים בארה"ב (כלל ארצי): שיעור אי תפוסה (ציר שמאל) ושיעור עלייה בדמי שכירות (ציר ימין) לפי רבעונים 2020-2025, באחוזים (מקור: Moody's CRE)



שוק הנדל"ן למשרדים בניו-ג'רזי אופיין בעלייה בשיעורי אי-התפוסה במהלך השנים 2020-2023 תוך גידול בהיקף השטחים הזמינים להשכרת משנה לאור צמצום שטחים בידי שוכרים. בניו ג'רזי נרשם ברבעון הראשון של 2025 שיעור אי-תפוסה של 19.4% ובצפון ניו ג'רזי שיעור של 19.7%. בדומה לכלל ארה"ב, שוק המשרדים בניו ג'רזי מציג פערים בביקוש ובהיצע בין נכסים איכותיים מסוג קלאס A, אשר הביקוש להם נותר יציב יחסית ומתבטא בכך שעיקר עסקאות ההשכרה בשוק נרשמות בנכסים מסוג זה, בעת שכלל השוק סובל מעודף היצע. היקף הספיגה נטו של שטחי משרדים בשנת 2024 בצפון ומרכז ניו ג'רזי היה חיובי לראשונה מזה ארבע שנים, בהיקף הנאמד בכ- 507 אלף ר"ר והמשיך למחצית הראשונה של 2025 עם היקף ספיגה חיובי של כ-200 ר"ר⁸ כאשר יותר מ-85% מהספיגה מיוחסות לשוק הקלאס A. למרות העלייה באי-התפוסה, דמי השכירות רשמו יציבות יחסית לאורך שנים אלו, עם עלייה איטית ברבעונים האחרונים. ממוצע דמי השכירות לשנה לר"ר עמד על \$30.7 ו-\$33.5 בממוצע בכלל סוגי הנכסים ובנכסי קלאס A, בהתאמה. בצפון ניו ג'רזי עמד ממוצע דמי השכירות השנתי לר"ר על \$34.1 ו-\$37.1, בהתאמה.

פורטפוליו נכסים קטן יחסית, ממוקד ג'ג בעל שיעורי תפוסה הולמים לסביבת הפעילות ומגוון רחב של שוכרים

ליום 31.03.2025, פרפורמה להנפקת אגרות החוב והעברת הנכסים לחברה, מחזיקה החברה ב- 9 נכסי נדל"ן מניב בשווי הוגן בספרי החברה של כ- 360 מ' דולר, מתוכם 6 נכסים לשימוש משרדים, מסחר ומרכז רפואי בשטח להשכרה מצטבר של כ- 1,326 אלפי ר"ר ו-3 נכסים לשימוש תעשייה-לוגיסטיקה בשטח להשכרה מצטבר של כ- 402 אלפי ר"ר. לנכסים טרק רקורד ממושך יחסית בניהול והפעלה תחת קבוצת AEP כאשר מרביתם מוחזקים על ידי הקבוצה בין 5 עד 10 שנים.

הקבוצה מנהלת את מלוא שרשרת הערך של פעילותה באופן אינטגרטיבי באמצעות חברות קשורות לקבוצה ובעיקר חברת הניהול ברוד, וזאת החל מרכישת הנכסים, דרך מימון, שיפוצם, השכרתם, ניהול השוכרים והפעלת הנכסים. להערכת מידרוג יש בכך לתרום למיקוד העסקי ולניסיון של החברה.

⁷ New Jersey Office, Q1 2025 by Colliers

⁸ New Jersey Office, Q4 2024 by JLL Research

נכסי החברה לשימוש משרדים ממוקמים ברובם באזורים פרבריים, המאופיינים בבנייה מסחרית ותעשייתית נמוכה, בקרבה לכבישים מהירים או תחנות רכבת ובסביבת בתים פרטיים. הנכסים נבנו ברובם בשנות ה-80 של המאה הקודמת, ונרכשו בידי החברה כשהם בשיעורי תפוסה נמוכים מאוד, כחלק מאסטרטגיית השבחה. על פי נתוני החברה, הקבוצה ביצעה השקעות משמעותיות בשיפור פני הנכסים, ובעיקר שטחים ציבוריים ושטחי שירות לשוכרים והציגה עליה בשיעורי התפוסה לאורך שנות האחזקה בנכסים. מבין ששת נכסי המשרדים, שניים מאופיינים קלאס A (6 Harborside - Lincoln Place) וארבעה מאופיינים קלאס A/B⁹. ממוצע שיעור התפוסה המשוקלל בנכסי המשרדים, מסחר ומרכז רפואי נאמד בכ- 84% ל-31.03.2025 וכ-86% נכון למועד דוח זה (בהתחשב בכניסתו לתוקף של הסכם השכירות עם Kessler Rehab). שיעור התפוסה בנכסי החברה לרוב אינו גבוה מהשיעור הממוצע בתת השוק בו הם ממוקמים. שיעור התפוסה הממוצע מושפע מהנכס Harborside 6 ("H6") נכס מהותי בשטח להשכרה של כ-245 א'ר"ר, אשר נרכש על ידי החברה בחודש יוני 2023 ומצוי בתפוסה של 69% בהתחשב בחוזה השכירות כנזכר לעיל. מח"מ חוזי השכירות בנכסי המשרדים של החברה הינו ארוך, ועומד בטווח של 4.0-7.0 שנים, יוצא דופן הנכס H6 בעל מח"מ חוזים העולה על 20 שנה. בנכסי תעשייה - לוגיסטיקה המח"מ ארוך בטווח 4.0-9.5 שנים. לחברה מגוון רחב של שוכרים בנכסי המשרדים, ובעיקר בתחומי הביטוח, לוגיסטיקה, הנדסה, תקשורת, פארמה וקמעונאות, ולפי נתוניה אין לה תלות בשוכר בודד כלשהו.

לחברה 3 נכסי תעשייה-לוגיסטיקה, שניים בניו ג'רזי ונכס שלישי בפלורידה, היחיד מחוץ למדינת ניו ג'רזי. להערכת מידרוג, כל אחד מנכסים אלו בעל מיקום ייחודי ואסטרטגי לייעודו המקנה לו יתרון יחסי. הנכסים מושכרים בתפוסה מלאה בחוזים ארוכי טווח מסוג טריפל נט. אף שהם עוגן יציב יחסית בפורטפוליו, נכסי התעשייה והלוגיסטיקה של החברה מהווים כ-25% מסך שווי הוגן נדל"ן להשקעה בספרי החברה וכ-20% מההכנסה התפעולית הנקייה.

לחברה ריכוזיות גבוהה יחסית במונחי שווי נכסים, אם כי סבירה בהתחשב בגודלה ובהיקף נכסיה. שני הנכסים העיקריים הם H6 המהווה 23.7% מסך נדל"ן להשקעה ו-Tower Center המהווה 22% נוספים. שווי שלושת הנכסים העיקריים מהווה יחד כ-61%.

הנכס H6 ממוקם בג'רזי סיטי ונרכש על ידי החברה ביולי 2023 בתמורה לכ-46.5 מ' דולר כשהוא אינו מאוכלס, אך בעל הסכם שכירות ארוך טווח לשטח של 47.5 א'ר"ר בקומה המסחרית מול רשת קמעונאות המזון Whole Foods מקבוצת אמזון. הנכס כולו, בשטח של כ-245 א'ר"ר להשכרה, כולל 10 קומות בעירוב שימושים, בהן קומה מסחרית, 6 קומות חנייה עילית פתוחה ו-3 קומות משרדים, כל אחת בשטח של 66 א'ר"ר בממוצע. ביוני 2025 נכנס לתוקפו הסכם שכירות עם Kessler Rehab ("קסלר") מקבוצת סלקט מדיקל עבור שתיים מבין שלוש קומות המשרדים של הנכס בשטח כולל של כ-123.4 אלפי ר"ר בו מתכננת קסלר להפעיל מרכז שיקום נירולוגי ואורתופדי. משך חוזה השכירות הינו 23 שנים (לפני אופציות הארכה השמורות לשוכר). קסלר זכאית לפטור מדמי שכירות (free rent) של חודש לכל אחת משנות הסכם השכירות, כמקובל בהסכמים מסוג זה, כך שדמי שכירות יחלו להשתלם בחודש יוני 2027. כמו כן, החברה התחייבה להשקיע בעבודות התאמת המושכר עבור קסלר והשקעות הוניות בנכס בהיקף של כ-16 מ' דולר וכן לשאת עמלת תיווך בגין עסקת קסלר בסך 9 מ' דולר. הנכס בעל מיקום מרכזי בג'רזי סיטי בקרבה לתחנת הרכבת אקסצ'יינג המובילה לדאון טאון מנהטן. שני השוכרים העיקריים בנכס הינם באיכות גבוהה עם חוזים במח"מ ארוך מאוד. שווי הנכס בספרי החברה עלה מאז שנרכש ועומד כיום על כ-85.2 מ' דולר בעיקר בשל הסכם השכירות המותנה עם קסלר. שיעור תשואת NOI מתואם לנכס עמד על כ-2.6% ל-31.03.2025, רמה נמוכה הנובעת משיעור תפוסה נמוך בנכס שאינה משקפת את חוזה קסלר בנתון ה-NOI. עם זאת, התשואה צפויה להשתפר במהלך שנת 2025 עם כניסתו לתוקף של הסכם השכירות עם קסלר.

הנכס Tower Center הינו מגדל משרדים בן 23 קומות ו-7 קומות חניה בשטח כולל של 420 אלף ר"ר הממוקם במזרח בונשוויק ניו ג'רזי. מאז רכישתו בשנת 2019 השקיעה החברה בשיפוצו כ-22 מ' דולר ושווי ההוגן בספרי החברה עומד על כ-79 מ' דולר. הנכס מושכר למגוון שוכרים ומצוי בשיעור תפוסה של 93% בהתחשב בהסכם שכירות שנחתם באפריל 2025. על פי נתוני החברה, שיעור התשואה המתואם לנכס ל-31.03.2025 עומד על כ-10% כולל חוזה שנחתם לאחר 31.03.2025.

⁹ בהתבסס על הערכות השווי של הנכסים ליום 30.09.2024.

צמיחה צפויה ב- NOI על בסיס אכלוס שוכרים ועלייה מובנית בדמי השכירות

NOI מנכסי החברה הסתכם בכ- 5.2 מ' דולר ברבעון 1 2025 וכ- 22.4 מ' דולר ב-12 החודשים שעד אותו מועד, זאת בהשוואה לכ- 21.3 מ' דולר בכל שנת 2024 וכ- 14.6 מ' דולר בשנת 2023. העלייה ב-NOI במהלך שנת 2024 לעומת שנת 2023 הושפעה בעיקר מרכישת H6 ואכלוסו החלקי, אכלוס מחדש של 7303 Plantation שעמד ריק משוכרים במרבית שנת 2023 לאחר עזיבת השוכר היחיד בנכס וכן אכלוס לראשונה בתחילת שנת 2024 של 195 Howel עם סיום הקמתו.

NOI לשנים 2025-2026 צפוי לעמוד בטווח של 26-27 מ' דולר לשנה, בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, עם השפעת כניסתו לתוקף של חוזה השכירות קסלר, עלייה בהחזרי שוכרים בחלק מהנכסים ועלייה שוטפת בדמי השכירות לצד גם עלייה בהוצאות התפעול. יש לציין כי NOI צפוי כולל הכנסות חשבונאיות ממרכיב מיצוע דמי שכירות למשך חוזי השכירות והן אינן מתורגמות לתזרים מזומנים בשנים אלו.

תזרים צר ויחסי כיסוי איטיים לצד מינוף הולם לרמת הדירוג

חוב פיננסי ברוטו בספרי החברה ליום 31.03.2025 נאמד בכ- 210 מ' דולר בהשוואה לכ- 217 מ' דולר ל-31.03.2024 וכ- 148 מ' דולר ל-31.12.2022. העלייה בחוב הפיננסי בשנים 2023-2024, יחד עם הזרמות בעלים וגביית החזרי הלוואות שהעמידה החברה לצדדים קשורים, מימנו בעיקר את רכיב ההון העצמי לרכישת H6 ו- CapEx שביצעה החברה בנכסים. תזרים המזומנים מפעילות שוטפת (לאחר הוצאות ריבית) בשנים 2023-2024 היה שולי והושפע לשלילה מעלות הריבית על רכישת H6 שנושאת חוב של כ- 40 מ' דולר בריבית שנתית של 12%-13%, תוך פטור מדמי שכירות של חלק מהשוכרים בנכסי החברה, לאור אכלוס נכסים, והתייקרות הוצאות הריבית בהלוואות בריבית צפה.

ליום 31.03.2025, סך החוב של החברה המובטח בנכסים (למוסדות פיננסיים ולצד קשור) נאמד בכ- 179 מ' דולר מכך כ- 135 מ' דולר בריבית קבועה בשיעור ממוצע של 5.48% (מכך כ- 82 מ' הן הלוואות העומדות לפירעון ב-4 הרבעונים הקרובים) וכ- 44 מ' דולר בריבית משתנה בשיעור ממוצע $SOFR+7.5\%$. ליום 31.03.2025 לחברה חלויות שוטפות של הלוואות בכירות מובטחות בנכסים בסך כ- 111 מ' דולר, מתוכן הלוואות בסך כ- 93 מ' דולר מיועדות לפירעון באמצעות גיוס האג"ח. לאחר תאריך המאזן החברה הגדילה את היקף ההלוואות הבכירות המיועדות לפירעון מתמורת האג"ח וביחד עם ריבית צבורה הן מסתכמות בכ- 107.8 מ' דולר.

הוצאות הריבית של החברה לשנת 2024 הסתכמו בכ- 19 מ' דולר וצפויות לעמוד על כ- 17 מ' דולר לשנה בשנים 2025-2026. על פי תרחיש הבסיס של מידרוג FFO מותאם צפוי לעמוד בטווח 6.0-7.0 מ' דולר לשנה, זאת בהשוואה ל-FFO אפסי בשנת 2024 וברבעון הראשון לשנה. השיפור צפוי בהתאם לגידול ב- NOI בשנים אלו תוך ירידה בהוצאות הריבית בשל החלפת החוב והמרת הלוואות בעלים להון. יחס מינוף חוב פיננסי נטו ל- CAP נטו ליום 31.03.2025 עמד על כ- 60.2%. על פי תרחיש הבסיס של מידרוג יחס זה צפוי לעמוד בטווח 58%-60%. יש לציין כי בהתאם למדיניות הפיננסית של החברה, אין בכוונתה לחלק דיבידנדים לבעלי המניות בשנתיים הקרובות וכן אין בכוונתה לרכוש נכסים נוספים.

נזילות וגמישות פיננסית חלשות

בכוונת החברה להנפיק אג"ח סדרה א' בסך של עד 158 מ' דולר. תמורת ההנפקה תשמש את החברה לפירעון הלוואות בכירות והלוואות אחרות מצדד ג' בסך של כ- 108 מ' דולר. להערכת החברה עלויות ההנפקה צפויות להסתכם בכ- 8 מ' דולר. העודף שיותר לאחר תשלומי החוב ועלויות ההנפקה צפוי לנוע בטווח של 30-18 מ' דולר.

להלן תחזית מקורות ושימושים של החברה לשנת 2025 (4 רבעונים):

- יתרת מזומן פתיחה בסך 1.2 מ' דולר.
- תמורה נטו מגיוס אג"ח סדרה א' בטווח של 20-28 מ' דולר, כתלות בהיקף הגיוס בפועל.
- תזרים חיובי מהחזר הלוואות שהעמידה החברה לצדדים קשורים בסך כ-3.5 מ' דולר.
- תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לאחר תשלום הוצאות ריבית 0-3.0 מ' דולר.
- השקעות הוניות ועלויות תיווך בסך 25 דולר מ' דולר.
- אמורטיזציה של הלוואות מובטחות בנכסים בסך 1.2 מ' דולר.
- הנחה למחזור הלוואות שזרמו לחברה סך של כ-20 מ' דולר (חלק מכך הושלם לאחר תאריך המאזן).

בהנחות לעיל, החברה צפויה להגדיל את היקף הנזילות במהלך שנת 2025 בסך של בין 18 מ' דולר עד 30 מ' דולר (כתלות בהיקף גיוס האג"ח בפועל וההשקעות ההוניות) כאשר במהלך שנת 2026 צפויות לחברה השקעות נוספות שימומנו מיתרות נזילות אלו. מעבר לכך, לחברה גמישות פיננסית צרה מאוד, בהיעדר נכסים שאינם משועבדים ויחס חוב מובטח לנדל"ן להשקעה צפוי לעמוד סביב 60%.

שיקולי סביבה, חברה וממשל תאגידי (ESG)

שיקולי ESG נשאו השפעה שלילית מסוימת על דירוג החברה, כאשר להערכת מידרוג החשיפה של החברה לסיכונים מממשל תאגידי הינה בינונית. החברה הינה חלק מקבוצת AEPG שפועלת כחברה פרטית ונשלטת בידי איש מפתח. שירותי הניהול של החברה יסופקו בידי חברת ניהול בבעלות צדדים קשורים לחברה. כמו כן המדיניות הפיננסית כחברה מדווחת אינה מוכחת עדיין ודורשת בחינה לאורך זמן. סיכונים אלו ממותנים מצד קיומו של הסכם ניהול וכן לאור המבנה התאגידי הצפוי בחברה לאחר הפיכתה למדווחת, אשר יכלול דירקטוריון בעל 7 דירקטורים, לרבות דחצים ודירקטורים בלתי תלויים, הפרדה בין המנכל ליו"ר וכן וועדת ביקורת ויתר האורגנים הנדרשים על פי חוק.

מטריצת הדירוג

תחזית מידרוג		ליום 31.03.2025		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה [1]		
Baa.il	---	Baa.il	---	תחום פעילות וסביבה כלכלית	סביבת הפעילות
A.il	1.4	A.il	1.2	סך מאזן (מיליארדי ₪)	פרופיל עסקי
A.il	---	A.il	---	איכות הנכסים ויציבות הפעילות	
A.il	60%-58%	A.il	60.2%	חוב פיננסי נטו / CAP נטו	
Baa.il	20-23	Ba.il	0	היקף FFO LTM (מיליוני ₪)	
Ba.il – B.il	35	B.il	0 >	חוב פיננסי נטו / FFO LTM	פרופיל פיננסי
Baa.il	0%	Baa.il	0%	שווי נכסי לא משועבד / סך מאזן	
Baa.il	62%	A.il	45.0%	חוב פיננסי מובטח / נדל"ן להשקעה	
Baa1.il	---	Baa1.il	---		מדיניות פיננסית
Baa1.il				דירוג נגזר	
Baa1.il				דירוג בפועל	

[1] המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. תחזית מידרוג כוללת את הערכות מידרוג ביחס למנפיק בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק.

דוחות קשורים

[דירוג חברות נדל"ן מניב - דוח מתודולוגי, מאי 2020](#)

[התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים, דצמבר 2024](#)

[שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי - דוח מתודולוגי, ספטמבר 2019](#)

[קווים מנחים לבחינת סיכונים סביבתיים, חברתיים וממשל תאגידי בדירוגי אשראי - דוח מתודולוגי - פברואר 2022](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

14.07.2025

תאריך דוח הדירוג:

American Equity Partners Global

שם יוזם הדירוג:

American Equity Partners Global

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 גבוה 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 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").

דירוגים שהונפקו על ידי מידרוג משקפים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של גופים, התחייבויות, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם או אספקתם, וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו, וכל החומרים, המוצרים, השירותים והמידע שמידרוג מפרסמת או מספקת (להלן: "חומרי מידרוג"), עשויים לכלול חוות דעת סובייקטיביות כאמור לעיל.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון שהגוף המדורג עלול שלא לעמוד בהתחייבויותיו הפיננסיות החוזיות במועד, וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון או במקרה של הפיכת החוב לפגום.

דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכונים נזילות, שווי שוק, שינויים בשערי ריבית, תנודתיות מחירים או כל גורם אחר העשוי להשפיע על שוק ההון, למעט סיכונים אשראי.

אין לראות בדירוגים של מידרוג, בהערכות שאינן סיכונים אשראי (להלן: "הערכות מידרוג") או בכל חוות דעת הכלולה בחומרי מידרוג, עובדות או נתונים היסטוריים. חומרי מידרוג עשויים לכלול גם הערכות כמותיות של סיכונים אשראי, המבוססות על מודלים, וכן חוות דעת והערות בנוגע להערכות אלו.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות דעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם מהווים יעוץ השקעות או יעוץ פיננסי, ואינם בגדר המלצה לרכוש ניירות ערך כלשהם, למכור אותם או להחזיק בהם.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם בגדר חוות דעת לגבי ההתאמה של השקעה כלשהי לצרכיו של משקיע מסוים.

מידרוג מנפיקה דירוגי אשראי, הערכות וחוות דעת אחרות ומפרסמת או מספקת את חומרי מידרוג מתוך הנחה וציפייה כי כל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע הערכות משלו בדבר הכדאיות של רכישה, מכירה או המשך החזקה בכל נייר ערך. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביעוץ מקצועי לגבי כדאיות ההשקעה, לגבי הדין החל, ולגבי כל עניין מקצועי אחר, בטרם יחליט החלטה כלשהי לגבי השקעות.

דירוגי מידרוג, הערכות מידרוג וכל חוות דעת או חומרי מידרוג אחרים, אינם מיועדים לשימוש על ידי משקיעים פרטיים. משקיעים פרטיים מזהירים בזאת שלא לבסס החלטות השקעה על חומרי מידרוג. משקיע פרטי שיבסס החלטות בענייני השקעות על חומרי מידרוג, ינהג בכך בצורה פזיזה וחסרת אחריות. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביועץ פיננסי או ביועץ מקצועי אחר בטרם יקבל החלטה כלשהי לגבי השקעות.

כל המידע הכלול במסמך זה הוא מידע המוגן על פי דין, כולל, בין היתר, מכוח דיני זכויות יוצרים וקניין רוחני. אין להעתיק את כל המידע או חלק כשלהו ממנו או לסרוק אותו, לשכתב אותו, להפיצו, להעבירו, לשכפל אותו, להציגו, לתרגמו או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, בכל דרך שהיא, ללא אישורה של מידרוג בכתב ומראש.

לצורך חוות הדעת שמידרוג מפקה, מידרוג משתמשת בסולמות דירוג, בהתאם להגדרות המפורטות בכל סולם. הסימול שנבחר על מנת לשקף את דעתה של מידרוג לגבי סיכון האשראי, משקף אך ורק הערכה יחסית של אותו סיכון. הדירוגים של מידרוג אינם נערכים על פי סולם גלובלי - הינם חוות דעת לגבי כושר החזר האשראי של המנפיק או ההנפקה באופן יחסי לזה של מנפיקים או הנפקות אחרים בישראל.

דירוגי האשראי, ההערכות וחוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אינם מיועדים לשימוש כ"בנצ'מרק", במשמעותו של מונח זה בהקשר הרגולטורי, ואין להשתמש בהם בכל דרך אשר עלולה להוביל לכך שהם ייחשבו "בנצ'מרק".

מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לרמת הדיוק של כל דירוג, הערכה או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא, או ביחס להיותם נכונים למועד מסוים, או ביחס לשלמותם, לסחירותם או להתאמתם למטרה כלשהי.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג, בהערכות של מידרוג, בחוות הדעת של מידרוג ובחומרי מידרוג (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. יחד עם זאת, והיות שתמיד תיתכן טעות אנוש או תקלה טכנית, וכן בשל גורמים אחרים, כל המידע הנכלל במסמך הזה מסופק כפי שהוא (as is) בלי שום אחריות משום סוג שהוא.

מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע. מידרוג נוקטת אמצעים סבירים כדי שהמידע שהיא משתמשת בו לצורך הדירוג יהיה באיכות מספקת וכי יגיע ממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים, לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, ככל שהדבר רלבנטי. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן איננה יכולה לאמת או לתקן את המידע שהתקבל בכל מקרה ומקרה בסולם מהלך תהליך הדירוג או במהלך הכנת חומרי מידרוג.

התוכן של חומרי מידרוג איננו חלק מן המתודולוגיה של מידרוג, למעט אותם חלקים בתוכן אשר לגביהם מצוין במפורש כי הם מהווים חלק מן המתודולוגיה.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה, שלוחיה, נציגיה, כל גורם שהעניק למידרוג רישיון, וכן ספקיה (להלן: "אנשי מידרוג"), לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד עקיף, מיוחד, תוצאתי או נלווה, אשר ינבע מן המידע שבמסמך זה או משימוש במידע כאמור או מאי יכולת להשתמש במידע כאמור, וזאת אף אם נאמר למידרוג או למי מאנשי מידרוג, כי נזק או הפסד כאמור עלולים להתרחש. מבלי לגרוע מכלליות האמור לעיל, מידרוג לא תישא באחריות: (א) לאובדן רווחים בהווה או בעתיד; (ב) לאובדן או לנזק הנובעים ממכשיר פיננסי שלא עמד במוקד דירוג אשראי ספציפי של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג ואנשי מידרוג לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד ישירים הנובעים מן המידע הכלול במסמך זה, או משימוש בו או מאי היכולת להשתמש בו, כולל, בין היתר, בגין נזק או הפסד שנובעים מרשלנות מצדם (למעט מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), או מאירוע בלתי צפוי, בין אם אותו אירוע הוא בשליטתם של מידרוג או אנשי מידרוג, ובין אם לאו.

מידרוג אימצה מדיניות ונהלים לעניין עצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

כל דירוג, הערכה או חוות דעת שהונפקו על ידי מידרוג עשויים להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבססו ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. כשרלבנטי, עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו www.midroog.co.il.