



KBS SOR BVI Holdings LTD

דוח דירוג ראשוני | פברואר 2016

1

אנשי קשר:

אילון גרפונקל, עו"ד - רו"ח - ראש צוות בכיר
eylong@midroog.co.il

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - 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



KBS SOR BVI Holdings LTD

אופק דירוג: יציב	(P)Aa3.il	דירוג סדרה (Issue)
------------------	-----------	--------------------

מידרוג מודיעה על מתן דירוג (P)Aa3.il באופק יציב לסדרת אג"ח חדשה בסך כולל של עד 600 מיליוני ₪ ע.ג. (כ-150 מיליון דולר) אותה תנפיק חברת "KBS SOR BVI Holdings LTD" (להלן: "החברה" או "KBS"). תמורת ההנפקה תשמש בעיקרה לצורך רכישת נכסים חדשים והשקעה בנכסים קיימים. בכוונת החברה לבצע גידור של תמורת ההנפקה השקלית אל מול השינוי בשער החליפין של השקל מול הדולר.

דירוג ההנפקה מותנה, (P)-Provisional, כפוף להתקיימות נסיבות כמפורט בדוח להלן, למבנה ההנפקה, ייעוד השימוש בכספי ההנפקה ומתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 16/02/2016 למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן, בהתאם למבנה ההנפקה, ככל שתבוצע. כמו-כן, הדירוג הינו כפוף לאמור בתשקיף ההנפקה הידוע, נכון ליום פרסום הדוח, לפיו בעלת השליטה התחייבה להעביר לחברה את זכויותיה בתאגידים המפורטים בתשקיף.

פרופיל החברה

החברה הוקמה בשנת 2015 כחברה פרטית המאוגדת לפי דיני איי הבתולה הבריטיים (בהתאם לתשקיף ההנפקה, על החברה יחולו הוראות חוק ניירות ערך והתקנות מכוחו על חברות שהתאגדו מחוץ לישראל אך נסחרות בבורסה המקומית). לפיכך, לאחר השלמת הגיוס, החברה צפויה להיות תאגיד מדווח בבורסה בישראל. מניות החברה מוחזקות (בשיעור של 100%) על ידי "KBS Strategic Opportunity REIT, INC" (להלן: "קרן הריט" או "בעלת השליטה") באמצעות שותפות "KBS Strategic Opportunity Limited Partnership" (להלן: "השותפות"). יצוין כי קרן הריט התאגדה בשנת 2008 כ- Real Estate Investment Trust בהתאם לחוק מס ההכנסה הפדרלי. קרן הריט מדווחת ל-SEC וניתן למצוא את פרסומיה באתר האדגר האמריקאי, אולם, ניירות הערך שלה אינם נסחרים בבורסה ולפיכך היא מהווה קרן ריט מדווחת שאינה נסחרת. לקרן הריט מעל 15,300 בעלי מניות כאשר לאף בעל מניות אין אחזקה של מעל 1.05%. לפי תקנון הקרן, % האחזקה המקסימאלי לבעל מניות יחיד הינו 9.8%.

קבוצת KBS

פעילות החברה מנוהלת ע"י חברת KBS CAPITAL Advisor LLC (להלן: "חברת הניהול") אשר מצויה בשליטה של ה"ה קית' הול (מנכ"ל קרן הריט) ופיטר מקמילן השלישי (דירקטור ונשיא קרן הריט) וכן פיטר מ. ברן וצ'ארלס שרייבר. חברת הניהול פועלת משנת 1992 כאשר בתחילת דרכה עסקה בייעוץ השקעות בנדל"ן בארה"ב. בשנת 2005 קית' הול ופיטר מקמילן השלישי הצטרפו לפעילות והחלו לפעול גם בתחום הניהול והייעוץ לקרנות ריט (להלן: "קבוצת KBS"). כיום פעילות הקבוצה מתבצעת באמצעות כ-195 עובדים ב-5 משרדים הפרוסים ברחבי ארה"ב. בהתאם למידע שנמסר מהחברה, הקבוצה מנהלת 6 קרנות ריט (אחת מהן הינה בעלת השליטה בחברה המדורגת, כאשר בהתאם למידע שנמסר למידרוג, ישנו מיקוד עסקי שונה בין הקרנות) וכן מנהלת פעילות ייעוץ לקרנות וגופי פנסיה אחרים. בנוסף, לפי מידע שנתקבל מהחברה, הקבוצה ניהלה ורכשה לאורך ההיסטוריה כ-1,565 נכסים בהיקף כולל של כ-18 מיליארד דולר (מעל 20 מיליארד דולר כולל עלויות שיפוץ לנכסים) וגייסה מעל 12 מיליארד דולר הון להשקעות בנכסים ממשקיעים שונים. בהתאם לאתר nreionline, הקבוצה הינה הגוף ה-5 בגודלו בארה"ב במונחי היקף השטח המנוהל בתחום המשרדים להשכרה בארה"ב (לפי האתר, הקבוצה מנהלת מעל 43 מיליון ר"ר להשכרה).

פעילות החברה המדורגת

פעילות החברה הינה בעיקר בתחומי הרכישה, ההשכרה, הניהול וההשכחה של נכסי נדל"ן בארה"ב, בדגש על תחום המשרדים. מיקוד הפעילות יהיה ברכישת נכסים אשר להערכתה ניתנים להשכחה באמצעות יכולות הניהול של החברה, בין היתר, תוך ביצוע שיפוץ והשקעות נוספות בנכסים (ראו להלן).

קודם לרישום למסחר בבורסה לניירות ערך בתל-אביב של אגרות החוב המוצעות לציבור על פי תשקיף החברה, קרן הריט, באמצעות השותפות, תעביר לחברה את אחזקותיה בתאגידים המחזיקים בשרשרת ב-20 מתחמי נדל"ן והלוואה שניתנה לצד ג' אשר לטובתה משועבד נכס נדל"ן נוסף כדלקמן:

- אזור ניו-יורק וניו ג'רזי - בניין משרדים באזור ה-Downtown במנהטן, ניו-יורק בשטח להשכרה בהיקף של כ-928 אלף ר"ר וכן 2 בנייני מגורים להשכרת כ-358 יח"ד (בניין בברוקלין, ניו-יורק ובניין בניו ג'רזי). לפי הערכות השווי, נכסים אלו מוערכים בסכום כולל של כ-513 מיליון דולר (346 מיליון דולר חלק חברה).
 - מדינת וושינגטון (אזור Bellevue-Seattle) - 3 מתחמי משרדים המכילים כ-12 בניינים בשטח להשכרה של כ-1,013 אלף ר"ר. לפי הערכות השווי, נכסים אלו מוערכים בסכום כולל של כ-376 מיליון דולר (חלק חברה הינו 100%), מתוכם כ-21 מיליון דולר מיוחסים לזכויות בנייה נוספות לבניית שטחי מגורים להשכרה, משרדים ומסחר.
 - טקסס (אוסטין, ריצ'רדסון ויוסטון) - 3 מתחמי משרדים המכילים כ-15 בניינים בשטח להשכרה של כ-1,802 אלף ר"ר וכן קרקע בהיקף של כ-37 אקר עם זכויות בנייה משמעותיות בתחום המשרדים, מסחר ומגורים להשכרה. לפי הערכות השווי, נכסים אלו מוערכים בכ-338 מיליון דולר (327 מיליון דולר חלק חברה). מתוכם כ-29 מיליון דולר מיוחסים לקרקע.
 - אחר (Massachusetts [Boston], Georgia [Atlanta], California, Colorado, Florida [Orlando], Las Vegas) - 7 מתחמים הכוללים כ-18 בניינים בשטח להשכרה של כ-1,612 אלף ר"ר וכן 2 חטיבות קרקע בהיקף של כ-1,670 אקר עם זכויות בנייה משמעותיות מאוד, בעיקר בתחום המגורים. לפי הערכות השווי, נכסים אלו מוערכים בכ-502 מיליון דולר (431 מיליון דולר חלק חברה). מתוכם כ-147 מיליון דולר מיוחסים לקרקעות (77 מיליון דולר חלק חברה).
 - הלוואה בהיקף של כ-27 מיליון דולר אשר כנגדה משועבד נכס נדל"ן בניו-יורק.
- יצוין כי בתוכניות החברה לממש מספר נכסים בשנת 2016 (ראו להלן).

הסכם הניהול

החל משנת 2009 קרן הריט התקשרה בהסכם ניהול עם חברת הניהול, המחודש בתדירות שנתית (לאחרונה חודש ההסכם באוקטובר 2015 ע"י ועדת ניגוד העניינים של קרן הריט), לפיו מעניקה חברת הניהול שירותי ניהול שונים לקרן הריט. לאחר השלמת גיוס האג"ח יכנס לתוקפו הסכם ניהול Back to Back בין החברה לבין קרן הריט אשר הינו זהה להסכם הניהול בין קרן הריט לחברת הניהול למעט עמלות בגין רישום למסחר של ניירות ערך של קרן הריט אשר תוחרג מהסכם Back to Back. הסכם הניהול כולל איתור השקעות פוטנציאליות, ניהול ושיווק נדל"ן, אדמיניסטרציה, קשרי משקיעים ושירותים אחרים. תמורת שירותים אלו חברת הניהול זכאית לעמלות ניהול, מימוש, רכישה ועוד. כך למשל, הסכום הכולל ששולם

¹ הנכס מוצג בדוחות לפי שיטת השווי המאזני

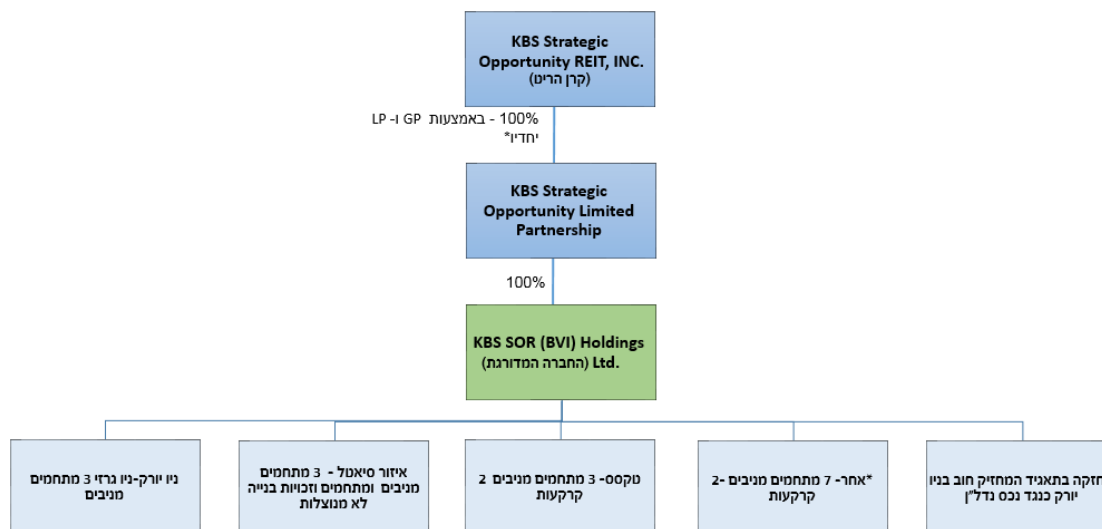
לחברת הניהול בשנת 2014 ובתקופה של ינואר-ספטמבר 2015, עומד על כ-11.5 מיליון דולר וכ-6.4 מיליון דולר בהתאמה (לרבות הוצאות בגין רכישת נכסים).

KBS SOR BVI Holdings LTD - נתונים פיננסיים עיקריים (פרפורמות על בסיס נכסים שיועברו לחברה) - דוח מאוחד (אלפי דולר)

מסמך: א USD	30/09/2015	31/12/2014	30/09/2014	31/12/2013	*31/12/2012
NOI	44,873	54,659	40,831	36,711	8,563
התאמות שווי נדל"ן להשקעה	41,585	7,576	17,517	171,000	74,160
EBITDA בנטרול שערוכים	38,194	46,561	34,915	39,595	6,278
שיעור EBITDA מהכנסות	58%	57%	57%	83%	39%
רווח נקי	105,049	66,785	67,842	206,343	80,916
הון בעלים	805,626	740,885	740,034	666,955	429,262
הון עצמי וזכויות מיעוט	913,069	851,063	854,284	775,036	484,006
סך מאזן	1,495,249	1,402,513	1,394,397	1,049,052	525,362
נדל"ן להשקעה	1,295,017	1,251,670	1,244,260	972,718	440,527
חוב פיננסי	546,738	524,062	514,483	252,466	32,909
יתרת נזילות	18,256	17,276	15,344	35,184	3,738
מזומן מוגבל בהלוואות	5,987	2,242	2,372	1,388	380
חוב פיננסי נטו	522,495	504,544	496,767	215,894	28,791
CAP	1,459,807	1,375,125	1,368,767	1,027,502	516,915
CAP נטו	1,435,564	1,355,607	1,351,051	990,930	512,797
חוב ל-CAP	37%	38%	38%	25%	6%
חוב נטו ל-CAP נטו	36%	37%	37%	22%	6%
הון עצמי למאזן	61%	61%	61%	74%	92%
FFO מותאם **	26,326	25,860	17,048	25,917	3,167
חוב ל-FFO בגילום שנתי	16	20	23	10	10
חוב נטו ל-FFO בגילום שנתי	15	20	22	8	9
חוב נטו ל EBITDA	10	11	11	5	5

*נתוני 2012 אינם מבוקרים והתקבלו מהחברה. **אינו כולל את 110 William המוצג לפי שיטת השווי המאזני ולא חילק דיבידנד בתקופות הרלוונטיות.

בעלות ותרחיש אחזקות החברה המגייסת



לצד המשך תפעול והשבחת הנכסים הקיימים, החברה מתמקדת בהשקעות הזדמנויות על מנת לייצר רווחים, לרבות מממוש נכסים. כוונת החברה מחד, לממש נכסים ב-2016 ולחלק דיבידנד מיוחד ומאידך, לרכוש נכסים באמצעות תמורת הגיוס.

קרן הריט התאגדה תחת יעדי השקעה מוגדרים, המאפשרים השקעה בכל נכס נדל"ן בארה"ב אשר להערכתה הינו בעל כדאיות כלכלית. אף על פי כן, ניתן לאפיין את השקעות החברה עד כה באופן התואם את מומחיות הקבוצה בתחום מתחמי משרדים להשכרה, הכוללים מספר רב של שוכרים, בייחוד במדינות המצויות לאורך קו החוף של ארה"ב, על הציר המזרחי, המערבי והדרומי ("Smile States"). אף על פי שאין התחייבות להשקעות במאפיינים אלו, סביר כי לפחות חלק מההשקעות העתידיות יתאמו את פרופיל נכסים זה.

החברה מתמקדת בהשקעות הזדמנויות, למשל ע"י רכישת נכסים המושכרים בתפוסה נמוכה מתפוסת השוק, עם חוזי שכירות נמוכים מהמקובל בשוק, אשר דורשים השקעה משמעותית בשיפוץ ו/או אשר נוהלו להערכתה באופן אשר אינו ממצה את הפוטנציאל הטמון בהם. בנוסף, החברה מתמקדת באזורים בהם להערכתה צפויה צמיחה עתידית באוכלוסייה, בהיקף המשרות וביכולת האזורים לספק סביבת מחייה נוחה לעובדים. יצוין כי החברה חוותה הצלחה משמעותית בקשר לאמור בהשבחת תיק הנכסים הקיימים, אף על פי שלהערכת החברה, עדיין לא הושלם הליך ההשבחה בחלק ניכר מהנכסים כך שעוד נותרו השקעות בשיפוץ הנכסים. בהתאם לכך, להערכת החברה עוד צפויה עלייה משמעותית נוספת ב-NOI השנתי של הנכסים הקיימים (בכפוף למימושים עתידיים ככל שיתרחשו). לאור האמור, יתכן וחלק מהנכסים אינם מניבים הכנסה באופן מלא בשנים הראשונות לאחר רכישתם ביחס לפוטנציאל הגלום בהם. אף על פי כן, בהתאם למידע שנמסר למידרוג, בכוונת החברה לרכוש נכסים אשר יניבו תשואה סבירה על ההשקעה מיום רכישתם.

יש לציין כי הדירוג משקלל את כוונת החברה לממש מספר נכסים בשנת 2016 ומתוך תמורת המימושים לחלק דיבידנד מיוחד בהיקף של כ-177 מיליון דולר (להלן: "הדיבידנד המיוחד"). אולם, לפי החברה, המימוש יעשה לאחר רכישת נכסים חדשים מתוך תמורת הגיוס, באופן שהיקף הפעילות והפיזור הנוכחי צפויים להישמר (לצד גידול במינוף בעקבות פעולות אלו).

מדיניות דיבידנד

החברה טרם פרסמה מדיניות חלוקת דיבידנדים. עם זאת, מידרוג מתייחסת במסגרת שיקולי הדירוג להיקף חלוקה משוער של עד 65% מסך ה-FFO המיוחס לחברה וזאת בכפוף למגבלות החלות על החברה מתוקף היותה קרן ריט (על החברה לחלק לפחות 90% מהכנסתה החייבת לצרכי מס - סכום נמוך יותר מה-FFO בד"כ, בכפוף להיקף מימוש הנכסים). מעבר לאמור הדירוג משקלל את הדיבידנד המיוחד.

הנחות המודל

יש לציין כי בניתוח ושקלול כלל הגורמים המשפיעים על הדירוג, מידרוג נשענת על מספר הנחות מרכזיות, כפי ששוקפו על ידי החברה. בין היתר, הדירוג לוקח בחשבון את ההנחות הבאות: העברת הזכויות של כלל הנכסים המפורטים בתשיקף לחברה לאחר קבלת כלל האישורים הנדרשים מהגורמים הרלוונטיים. זאת, תוך פרק זמן סביר ממועד הגיוס; שימוש בתמורת האג"ח, בין היתר, לרכישת נכסים מניבים אשר צפויים לייצר תשואה סבירה על עלות רכישתם וזאת בטרם ליישום תוכניות להשבחה אשר תביא להערכת החברה לשיפור בתשואה על העלות על פני זמן כפי שבוצע בנכסים שנרכשו בעבר. לפיכך,



החברה לא תרכוש קרקעות נוספות בהיקף מהותי; החברה תגדר את תמורת הגיוס לשינויים בשער החליפין של השקל מול הדולר; החברה טרם פרסמה מדיניות חלוקת דיבידנדים, אך בהתאם למה שהוצג למידרוג, ניתן לצפות לשיעור חלוקה משוער אשר עשוי להגיע עד לשיעור של כ-65% מסך ה-FFO המיוחס לחברה בכפוף להיקף ההכנסה החייבת לצרכי מס בגין מימוש נכסים; בכוונת החברה לשמור על יחסי איתנות ההולמים את רמת הדירוג (חוב נטו ל-CAP נטו של כ-55%); בהתאם למידע שהוצג למידרוג, החברה צפויה לשמור על נזילות וגמישות מספקת לפירעון החוב; החברה תבצע את המימושים וחלוקת הדיבידנד המיוחד רק לאחר שהיא תשקיע את כספי הגיוס ברכישת נכסים חדשים; החברה לא תבצע מימושים המלווים בחלוקות דיבידנד עתידיות מתוך כספי המימוש באופן שיביא לכך שההון העצמי ירד מההון ליום 30 בספטמבר 2015 בניכוי הדיבידנד המיוחד (האמור לא מתייחס לירידה בהון בגלל סיבות אחרות כגון עליה בשיעור ההיוון). כמו כן, בעקבות המימושים, ה-EBITDA השנתית לא תרד מכ-50 מיליון דולר; פעילות החברה תיוותר יציבה כל עוד האג"ח לא יפרע במלואו ולא יופעל מנגנון הנזלה (ראו להלן). ככל שיופעל מנגנון הנזלה, החברה תפעל לפדיון מוקדם של האג"ח. יש לציין כי דירוג החברה מסתמך על הנחות אלו וככל שלא יתממשו, הנ"ל עשוי להשליך לשלילה על הדירוג. כמו כן, במסגרת שיקולי הדירוג, מידרוג התחשבה במספר תרחישי רגישות לפרמטרים כגון היקף הכנסות, שיעורי היוון והשפעתם על הרווחיות, ההון העצמי, מינוף החברה וכדומה.

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה מושפע לחיוב, בין היתר, מניסיון ועומק ניהולי נרחב לקבוצה ו-Track Record ברכישת, השכרת, אחזקת, השבחת ומימוש נכסים, הבולטים לחיוב; פורטפוליו נכסים איכותי הממוקם בעיקר באזורי ביקוש במדינות מרכזיות בארה"ב; מפוזר שוברים נרחב מאוד, פיזור נכסי ההולם את הדירוג ומיצוב נכסי המשפר את איכות ההון ויציבות התזרים; מהיקף הון עצמי ויחסי איתנות טובים והולמים את רמת הדירוג, גם בהתייחס לגיוס החוב ולדיבידנד המיוחד; מפעילות החברה באזורי פעילות המאופיינים ביציבות ואיתנות פיננסית.

דירוג החברה מושפע לשלילה, מכך שפעילות החברה מתמקדת ביצירת ערך ע"י, בין היתר, רכישות הזדמנויות לצד מימוש נכסים מיוצבים באופן העלול לייצר תנודתיות בפעילות. הדירוג מתחשב במדיניות החברה לשמירת היקף תזרים שוטף מינימאלי ועל כך שככלל היא אינה מתכוונת לרכוש קרקעות ונכסים אשר אינם מייצרים תזרים; מכוונת החברה לחלק דיבידנד מיוחד מתוך תמורת המימושים בשנת 2016 והיקף החלוקות העתידיות מתוקף היות החברה קרן ריט פרטית, העשוי להיות גבוה יחסית ולהשליך לשלילה על היקף התזרים השוטף; מחשיפה לעלייה בסביבת הריבית, לחברה חשיפה תזרימית בשל הריבית המשתנה של מרבית ההלוואות. כמו כן, לחברה חשיפה לעליית שיעורי היוון וכתוצאה מכך לירידת שווי הנכסים בטווח הקצר-בינוני.

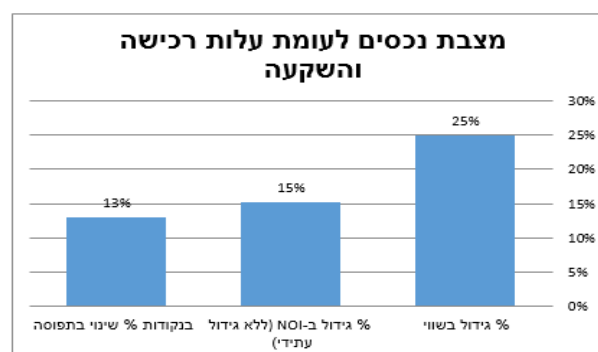
חוזקות

ניסיון ועומק ניהולי נרחב לקבוצה ו-Track Record ברכישת, השכרת, השבחת ומימוש נכסים, הבולטים לחיוב ומשפרים את יכולתה לשמור על ערכם של הנכסים הקיימים ולרכוש נכסים נוספים, יחד עם הקטנת סיכונים אינהרנטיים בפעילות

הניסיון והעומק הניהולי בקבוצה, שפועלת מעל 20 שנים בתחומי נדל"ן רבים בדגש על שטחי משרדים, הינו מהותי ויש עמו כדי להקטין סיכונים שונים הטמונים בפעילות בתחום הנדל"ן. בין היתר, הקבוצה מנהלת כיום מעל 500 נכסים בשווי של כ-9.7 מיליארד דולר (כ-8 מיליארד דולר נכסי משרדים, כ-0.6 מיליארד דולר מגורים להשכרה ומלון, כ-0.5 מיליארד דולר נכסי מסחר והיתר נכסי תעשייה, קרקעות ונכסי חוב). כפי שצוין, בהתאם לאתר nreionline, הקבוצה הינה הגוף ה-5 בגודלו

בארה"ב במונחי היקף השטח המנוהל בתחום המשרדים להשכרה בארה"ב. הקבוצה מנהלת 16 קרנות פעילות מתוכן 6 קרנות ריט. פעילות הקבוצה מתבצעת באמצעות 195 עובדים בתחום ניהול נכסים, חוב, חשבונות, גיוסי הון וכדומה. בנוסף, החברה נעזרת במנהלי נכסים חיצוניים בפיקוח מטעמה, כך שלטענת החברה לאור היקף פעילות הקבוצה והיתרון לגודל הגלום בכך, היא מצליחה לצמצם עלויות תפעול. ניסיון הקבוצה גם בא לידי ביטוי בהיסטוריית רכישות, ניהול והשבחות משמעותית מאוד הכוללת כ-1,565 נכסים בהיקף של כ-18 מיליארד דולר וכן נגישות למקורות מימון, לרבות גיוסי הון לצורך רכישת נכסים בהיקף של כ-12 מיליארד דולר וכן נגישות גבוהה יחסית למימון בנקאי.

יכולות הקבוצה באו לידי ביטוי גם בתוצאות החברה והשבחת נכסים מיום רכישתם. כך למשל, ב-3 השנים האחרונות ניתוח ביצועי הנכסים הזהים מצביע על עלייה ממוצעת בהכנסות שכ"ד בהיקף של כ-7% לשנה (עלייה גבוהה יותר במונחי NOI) וכן עלייה ממוצעת של כ-4% בתפוסות. החברה גם נוהגת לבצע שיפורים במושכר ושיפוצים על מנת לשפר את מיצוב הנכסים. ההשבחות הנ"ל הובילו להגדלה משמעותית של שווי הנכסים דבר התורם לכרית ההון כמו גם לנראות התזרים. כמו כן, נכסים שכבר מומשו ע"י הקרן נמכרו בשווי גבוה מעלות רכישתם. בנוסף, התהליך המובנה והמתודי לפיו החברה נוהגת לבצע השקעות, מימושים, ניהול חוב וכן תפעול נכסיה, לרבות סטנדרטיזציה של אופן ניהול מראה השטחים הריקים, קשר עם שוכרים, ברוקרים וכן תהליכי שליטה ובקרה של צוות הניהול והדירקטוריון, משפרים את יכולתה לנהל נכסים ולשמור על הנראות התזרימית, למצות את הפוטנציאל הגלום בנכסים תוך שמירה על מיצובם וליישם את הפרופיל העסקי והאסטרטגיה של החברה, לרבות נגישותה למקורות מימון רבים. לפיכך, מידרוג רואה בניסיון הקבוצה גורם התומך בדירוג.



פורטפוליו נכסים איכותי הממוקם בעיקר באזורי ביקוש במדינות מרכזיות בארה"ב; פיזור שוכרים נרחב, פיזור נכסי ההולם את הדירוג ומיצוב נכסי טוב, משפרים את איכות ההון ויציבות התזרים

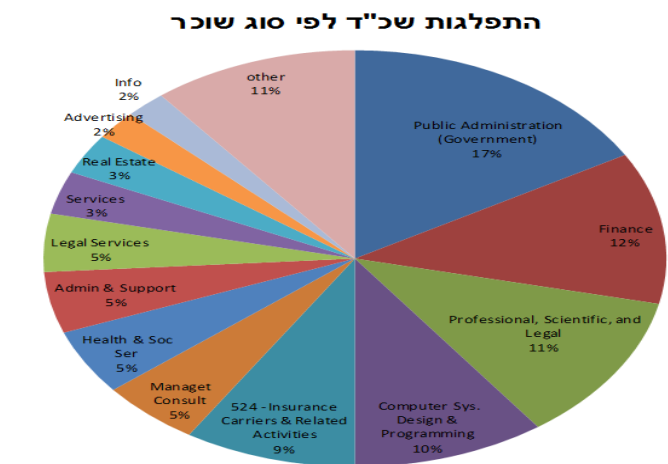
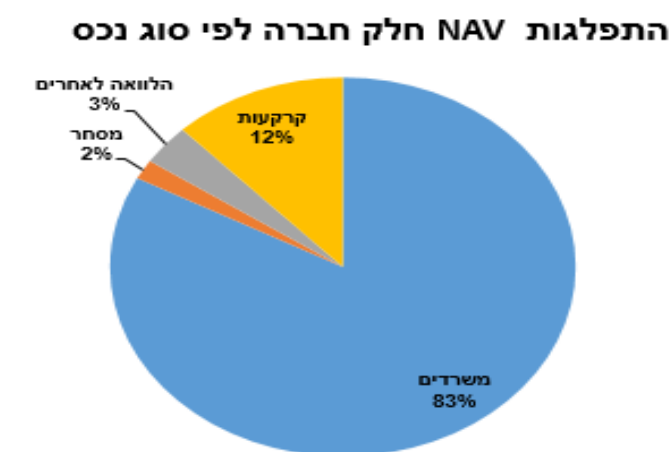
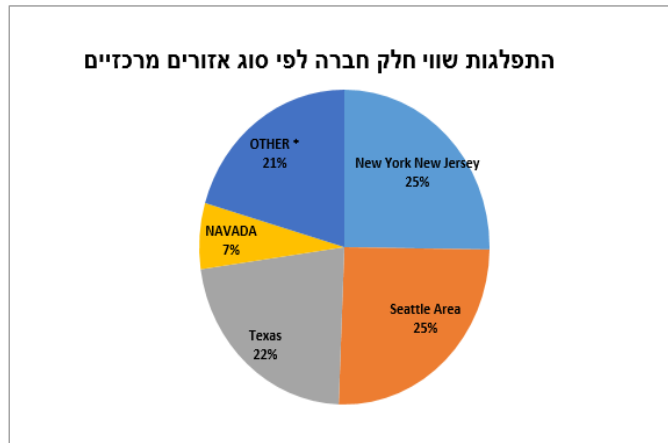
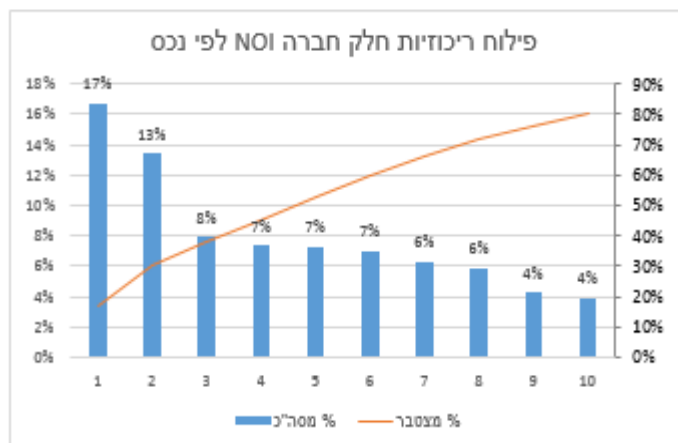
נכון למועד הדו"ח, מצבת הנכסים של החברה כוללת 20 מתחמים (כ-47 בניינים) בהיקף כולל של כ-5.6 מיליון ר"ר להשכרה ומעל 1,600 אקר קרקעות בשווי כולל של כ-1.7 מיליארד דולר (1.5 מיליארד דולר חלק חברה). הנכסים המניבים מושכרים למעל 600 שוכרים בתחום המשרדים ומעל 300 שוכרים בתחום המגורים, בתפוסה משוקללת של כ-87% (על פי חוזים חתומים) ליום 30.09.15 (כ-90% כיום). משך החוזים הממוצע המשוקלל הינו סביר ועומד על כ-4.7 שנים.

מתוך סך שווי הנכסים, כ-90% מיוחס לנכסי משרדים והיתר לנכסי מגורים להשכרה, מסחר וקרקעות. קיים פיזור שוכרים נרחב מאוד כך ש-20 השוכרים המהותיים אחראים יחדיו על כ-16% בלבד מההיקף ההכנסות (אף שוכר אינו אחראי על מעל 3% מההכנסות - הניתוח הינו במונחי חלק חברה). בנוסף, ישנו פיזור של ענפי פעילות שונים של השוכרים ופיזור גיאוגרפי של מיקום פעילותם. לפיכך, פיזור השוכרים של החברה הינו בולט לחיוב ביחס לדירוג. פיזור הנכסים הינו סביר ביחס לחברות מדורגות אחרות כך שלמעט 2 מתחמים אשר אחראים על כ-16%-15% מהשווי הנכסי של החברה, יתר הנכסים אחראים כל

אחד על לא יותר מ-7%. בנוסף, החברה פועלת במספר אזורי פעילות מרכזיים באופן המקנה פיזור גיאוגרפי. יצוין כי הנחת הדירוג הינה שלמרות המימושים הצפויים, החברה צפויה לרכוש נכסים באמצעות כספי הגיוס באופן שישמור על היקף הפעילות והפיזור הנוכחיים.

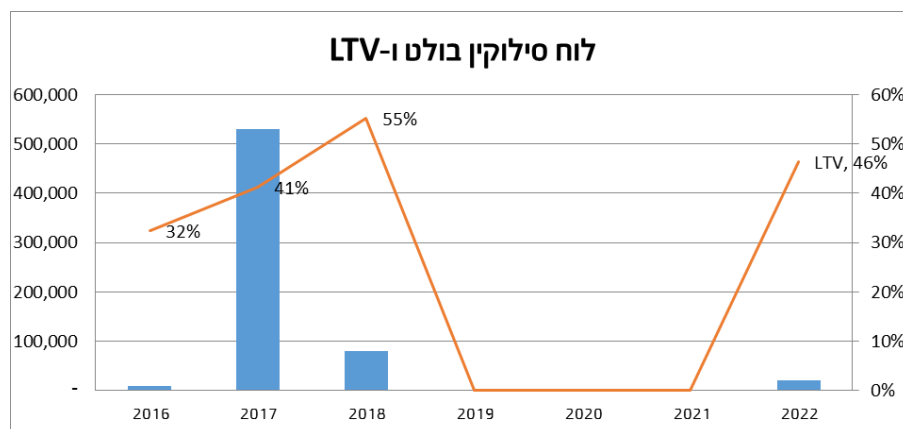
ניתן לאפיין את נכסי החברה בתחום המשרדים כמתחמים משמעותיים (חלקם כנכסי Class A). באופן ממוצע בתיק הנכסים הקיים בתחום המשרדים, השטח להשכרה הממוצע של מתחם הינו כ-380 אלף ר"ר וכולל כ-3 בניינים וכ-45 שוכרים והשווי הממוצע הינו כ-100 מיליון דולר למתחם. מיצוב הנכסים באזורי הפעילות תומך ביכולתם לייצר תזרים וכן ביכולת החברה לממש מעת לעת.

מצבת הנכסים הקיימת צפויה להניב NOI בהיקף של כ-65 מיליון דולר לשנה (חלק חברה ללא הכנסות ריבית בגין הלוואה שניתנה לצד ג' ולפני הנחות מימוש נכסים) ובטווח הבינוני להערכת החברה צפויה צמיחה בתזרים (מעבר לעלייה המובנית בשכ"ד העומדת על כ-2.5% בממוצע). היקף ויציבות תזרים זה משפיעים לחיוב על פרופיל הסיכון. מנגד, תכניות החברה למימוש חלק מהנכסים מגדילות את התגודתיות הפוטנציאלית בתזרים (ראו להלן). להערכת מידרוג, בשנת 2016 צפויה שחיקה ביחסי הכיסוי (חוב ל-FFO) ביחס לנתוני העבר ובשנים לאחר מכן היחסים צפויים להתייצב על טווח של 17-20 שנים. יחס זה אינו בולט לחיוב ביחס לדירוג. אולם, האמור מתמתן בהתחשב במיקום הנכסים, בנראות התזרים והצמיחה הגלומה בחוזי השכירות. להלן גרפים בנוגע לפילוח הפעילות:



היקף הון עצמי יחסי איתנות טובים והולמים את רמת הדירוג, גם בהתייחס להיקף הגיוס הצפוי והדיבידנד המיוחד והשפעתם האפשרית על היקף החוב

נכון ליום 30.09.2015, היקף ההון העצמי יחסי המינוף של החברה בולטים לחיוב ביחס לרמת הדירוג. היקף ההון העצמי (כולל זכויות מיעוט) עומד על כ-913 מיליון דולר (היקף ההון העצמי המיוחס לבעלי המניות עומד על כ-805 מיליון דולר), יחס ההון העצמי למאזן עומד על כ-61% (כולל חלק החברה בחוב של החברות המוחזקות, היחס עומד על כ-58%). יחס החוב ל-CAP אף הוא בולט לרמת הדירוג ועומד על כ-37% (כולל חלק החברה בחוב החברות המוחזקות, היחס עומד על כ-41%). אף על פי כן, להערכת מידרוג לאחר גיוס האג"ח ורכישת נכסים חדשים, מימוש נכסים וחלוקת הדיבידנד המיוחד, יחסי המינוף צפויים להישחק כך שיחס החוב ל-CAP יעמוד על כ-55% ויחס ההון למאזן על כ-44%. בנוסף, היקף ההון העצמי (ללא רווח מפעילות שוטפת ושערוכי נכסים) צפוי לעמוד עד כ-730 מיליון דולר כולל זכויות מיעוט (כ-620 מיליון דולר מיוחס לבעלי המניות). יחסים אלו, אשר גם תואמים את מדיניות החברה ארוכת הטווח כפי שהוצגה למידרוג, הולמים את רמת הדירוג. יתר על כן, להערכת מידרוג וכפי שצוין לעיל, איכות, מיקום ומיצוב נכסיה של החברה משפיעים באופן ניכר על יציבות ואיכותו של ההון העצמי. האיתנות הטובה של החברה מגלמת גם גמישות פיננסית מסוימת ומסייעת ליכולת החברה למחזר את החוב הבנקאי בייחוד בהתחשב בכך שמרבית החוב הינו במח"מ קצר ובריבית משתנה (ראו להלן).



* התחשיב הינו רק לרכיב הפירעון הסופי (בלון) של הלוואות בנקאיות קיימות.

פעילות החברה באזורי פעילות המאופיינים ביציבות יחסית וצמיחה בתעסוקה משפיעים לחיוב על הפרופיל העסקי

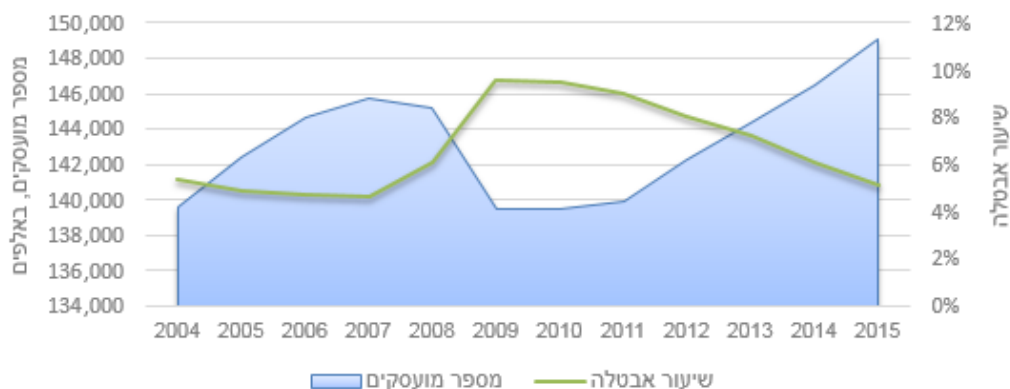
פעילות החברה, בהתאם לאסטרטגיה שלה, מתרכזת באזורים צומחים במונחי תוצר ומספר משרות בארה"ב. האזורים בעלי היקף הפעילות המשמעותי ביותר הינם העיר ניו-יורק, מדינת וושינגטון ומדינת טקסס. ניו-יורק הינה העיר בעלת האוכלוסייה הגדולה והצפופה ביותר בארה"ב ומונה כ-8.3 מיליוני אנשים. העיר משמשת כביתן של חברות מרכזיות בכלכלה העולמית במגוון תחומים כגון פיננסים, ביטוח, נדל"ן ושירותים עסקיים. בשנים האחרונות התחזקו בעיר תעשיות נוספות כאשר הבולטות הן חינוך, בריאות והיי-טק, אשר צפויות להמשיך ולהתחזק לאור פיתוחם של מרכזים נוספים להשכלה גבוהה ומתחמי טכנולוגיה, באופן המקטין את תלות העיר בתעשיות הפיננסים והשירותים העסקיים.

פעילות החברה במדינת וושינגטון מתרכזת בעיר סיאטל ובפרבר העיר בלביו (Bellevue). העיר סיאטל הינה הגדולה ביותר במדינה, שוכנת בסמוך לאוקיאנוס השקט ומשמשת שער כניסה לסחורות מהמזרח לתוך ארה"ב. העיר הינה מקום מושבן

של חברות מובילות בתחומי התעופה, אינטרנט, הובלה ימית ושירותים. בין החברות, ניתן לציין את בוינג, המעסיקה המרכזית באזור עם היקף מועסקים של כ-70 אלף עובדים במטה ובמפעל הרכבת המטוסים, אמזון, המעסיקה כ-15 אלף עובדים במטה ובתחומי לוגיסטיקה ומיקרוסופט, אשר מעסיקה כ-40 אלף עובדים, מתוכם כ-7.5 אלף עובדים באופן ישיר בבלביו. באזור פועלות חברות היי-טק רבות, בעיקר בתחום האינטרנט, אשר נשענות על השירותים אותן צורכות החברות המובילות. אוניברסיטת סיאטל, אשר הינה מוסד אקדמי מוביל, הקימה מסלול הכשרה המיועד לתחום התכנות והאינטרנט על מנת לענות על הביקוש הרב הקיים.

מדינת טקסס הינה השנייה בהיקף שטחה ובגודל האוכלוסייה בהשוואה למדינות בארה"ב. ככלל, התעשייה במדינה מוטה למגזר האנרגיה, אשר נפגע החל מאמצע שנת 2015 מירידה במחירי הסחורות (גז ונפט), באופן אשר משליך לרעה על נתוני התעסוקה. פעילות החברה במדינה מתרכזת בערים יוסטון ואוסטין (עיר הבירה). העיר יוסטון חשופה למגזר האנרגיה והשפעת מחיר הנפט הנמוך ניכרת בירידה במספר המועסקים במגזר זה. לחברה מבנים אשר פונים בעיקר לתחום הרפואה ואשר מאכלסים רופאים מומחים, באופן אשר ממתן את חשיפתה לתחום האנרגיה ומגמות התעסוקה במגזר זה (ישנם גם שוכרים בתחום האנרגיה). עיר הבירה אוסטין, אשר חשיפתה למגזר האנרגיה נמוכה משמעותית, משמשת אבן שואבת למגזר ההיי-טק בשנים האחרונות ונהנית משיעורי אבטלה נמוכים בהרבה (3.4%) מהממוצע הארצי (5%). לקוחות החברה העיקריים באוסטין הינן חברות מתחום ההיי-טק, אשר השפעת מחירי האנרגיה עליהן הינה נמוכה יותר. להערכת מידרוג, הפיזור הגיאוגרפי וסוג הנכסים ממתנים באופן מסוים את החשיפה לאמור.

מגמות בתעסוקת ארה"ב



פעילות החברה מתמקדת ביצירת ערך ע"י, בין היתר, רכישות הזדמנויות אשר דורשות השקעת הון זמן עד להתייצבות הנכסים לצד מימוש נכסים מיוצבים, באופן שעלול לייצר תנודתיות בפעילות. הדירוג מתחשב במדיניות החברה לשמירת היקף תזרים שוטף מינימאלי ובכך שהיא אינה מתכוונת לרכוש קרקעות ונכסים אשר אינם מייצרים תזרים בהיקף מהותי

כפי שצוין, אסטרטגיית החברה הינה לרכוש נכסים אשר להערכת החברה טומנים בחובם פוטנציאל השבחה באמצעות שיפוץ, השכרת שטחים פנויים וגידול בשכ"ד לר"ר. לעיתים מדובר בנכסים אשר להערכתה נוהלו באופן אשר אינו מיטבי. מנגד, החברה מתכוונת מדי פעם למכור נכסים אשר מיצו את פוטנציאל השבחתם, כאשר בשנת 2016 צפוי מימוש משמעותי יותר. לפיכך, להערכת מידרוג עלולה להיווצר תנודתיות במיצוב הנכסים ובתזרים השוטף ככל שתמהיל הנכסים הלא מיוצבים יעלה ביחס לנכסים המיוצבים. יצוין כי לא קיימת ודאות לגבי זהות נכסים ומה היקף המימושים הצפוי, אולם בהתאם לתוכנית שהוצגה למידרוג, מדובר בהיקף מימושים ממוצע מתוך תיק הנכסים של כ-17%-13% לשנה בשנים הקרובות.

יצוין כי בהתאם לדברי החברה, מכיוון שהקרן כבר פועלת מספר שנים, המיקוד ברכישות עתידיות יהיה בנכסים המייצרים תשואת שכ"ד שנתית מיום הרכישה בשיעור ממוצע של כ-5.5%-5% ביחס לעלות הרכישה ולהערכת החברה, לאחר ההשבחה תשואה זו צפויה לצמוח. כפועל יוצא החברה לא מתכוונת לרכוש קרקעות ו/או נכסים בתפוסה נמוכה מאוד (0%-50%) בהיקף מהותי. יתרה מכך, לדברי החברה מימוש הנכסים ב-2016 יתבצע לאחר השלמת הרכישות, באופן הממתן את התנודתיות מתוכנית זו. כמו כן, להערכת החברה צפויה צמיחה משמעותית בהכנסות חלק מהנכסים הקיימים לאור תכניות ההשקעות בנכסים. מידרוג מתחשבת גם במצגי החברה על שמירת היקף EBITDA מינימאלי של כ-50 מיליון דולר. האמור תורם למיתון החשיפה הנגזרת מהמימושים האמורים, אם כי נלקחו תרחישי רגישות שונים בנוגע לתזרים העתידי.

כוונת החברה לחלק דיבידנד מיוחד מתוך תמורת המימושים בשנת 2016 והיקף החלוקות העתידיות אשר בשל היות החברה קרן ריט עשוי להיות גבוה יחסית ולהשליך לשלילה על היקף התזרים השוטף. החברה הציגה מדיניות המגבילה את החשיפה

החברה הינה קרן ריט פרטית מדווחת. מתוקף היותה קרן ריט היא מחויבת לחלק כ-90% מהכנסתה החייבת (בשל קיום פחת לצרכי מס בד"כ סכום זה הינו נמוך יותר ביחס ל-FFO). בנוסף, ככל שהחברה תממש נכסים עלולה להיווצר הכנסה חייבת לצרכי מס ככל שקיים רווח משמעותי ביחס לעלות ההיסטורית המופחתת של הנכסים, דבר המחייב גם הוא חלוקת דיבידנד לאור סטטוס המס של הריט. כמו כן, מכיוון שמניות הקרן אינן סחירות עלול להיווצר לחץ מצד בעלי החברה לחלוקת דיבידנדים משמעותיים. בהקשר זה ישנם מנגנונים נוספים הקיימים בד"כ בחברה כגון DRIP - מנגנון לפיו לבעלי המניות ישנה זכות להשקיע מחדש את הדיבידנד שחולק להם בחברה וכן אפשרות שהחברה תסכים לבצע רכישות עצמיות של מניות (בסכום הנמוך מבין 13 מיליון דולר והיקף ה-DRIP). בנוסף, תקנון קרן הריט קובע כי בשנת 2019, ככל שמניות הקרן לא יונפקו לציבור, על ועדת ניגוד העניינים של דירקטוריון קרן הריט לבחון האם קיים אינטרס לבעלי המניות להנזיל את החברה. במידה וכן, יש לקבל את אישור בעלי המניות לכך. לפי הערכת החברה כפי שנרשמה גם בתשקיף הגיוס, עיתוי ההנזלה תלוי במספר משתנים ואין כל ודאות להתרחשותו. יחד עם זאת, קרן הריט והנהלתה אינן צופות שאירוע הנזלה הוא הטוב ביותר עבור בעלי מניותיה של קרן הריט כל עוד אגרות החוב תיסחרנה. לפי החברה, עצם אישור הנפקתן על ידי קרן הריט באמצעות חברי הדירקטוריון, לרבות חברי ועדת ניגוד העניינים, מאששת אמירה זו. בנוסף, לפי טיוטת שטר הנאמנות של אגרות החוב, ככל שיהיה אירוע הנזלה החברה תבצע פדיון מוקדם של כלל האג"ח.



מעבר לאמור, הדירוג משקלל את תכניות החברה לדיבידנד מיוחד בהיקף של כ-177 מיליון דולר ככל שימושו נכסים בהיקף הנדרש. אולם, מידרוג מתחשבת במדיניות החברה כפי שהוצגה לפיה החברה לא תבצע מימושים המלווים בחלוקות דיבידנד עתידיות מתוך כספי המימוש באופן שיביא לכך שההון העצמי ירד מההון ליום 30 בספטמבר 2015 בניכוי הדיבידנד המיוחד (האמור לא מתייחס לירידה בהון בגלל סיבות אחרות כגון עליה בשיעור ההיוון). בנוסף, מידרוג מתחשבת במדיניות לפיה לא יבוצעו מימושים שלאחריהם ירדה ה-EBITDA מתחת לכ-50 מיליון דולר לשנה. הדירוג מתחשב במדיניות זו, כאשר סטייה מהאמור עלולה להוביל להורדת דירוג.

סיכונים פיננסיים

ככל שתחול עלייה בסביבת הריבית, לחברה חשיפה תזרימית בשל הריבית המשתנה של מרבית ההלוואות. כמו כן, האמור עלול להביא לעליית שיעורי היוון וכתוצאה לירידת שווי הנכסים בטווח הקצר-בינוני; חשיפה זו מתמתנת בשל הגידול המובנה של שכ"ד הקיים וכן ה-Track Record של הקבוצה באכלוס והשכחה של נכסים קיימים

כ-81% מהחוב הבנקאי (חלק חברה) נקוב בריבית משתנה. בנוסף, החוב פרוס בצורה קצרה יחסית (מועד פירעון סופי ממוצע של כ-1.8 שנים מה-30.09.15). לפיכך, ככל שריבית הבנק הפדרלי בארה"ב תעלה, תשלומי הריבית צפויים לעלות באופן אשר ישליך לשלילה על היקף התזרים לשירות החוב ועל יחסי הכיסוי. מידרוג התחשבה בתרחיש עליית ריבית במסגרת שיקולי הדירוג. בנוסף, חוב החברה פרוס בצורה קצרה יחסית, אם כי ה-LTV הנמוך יחסית מגדיל את סבירות יכולת החברה למחזור, ככל שתידרש. האמור נובע מכך שבכוונת החברה לשמור על גמישות תפעולית לצורך מימון ומימוש הנכסים ללא קנס פירעון מוקדם של החוב. כמו כן, לדברי החברה למרות שהריבית הממוצעת בהלוואות המשתנות עומדות על כ-2.5%, המרווח שהחברה מקבלת מבנקים מממנים על נכסים מיוצבים הינו טוב יותר. לפיכך, ככל שהחברה תבקש לממן מחדש נכסים מיוצבים יתכן שהקישור במרווח יקזז חלק מעליית הריבית. כמו כן, הגידול הצפוי בשכ"ד לרבות העלייה המובנית בחוזים צפויה למתן את האמור.

בשל סביבת הריבית הנמוכה והצמיחה בכלכלת ארה"ב, שיעורי ההיוון ירדו בשנים האחרונות והובילו לעליית שווי של נכסים מניבים. שיעורי ההיוון נמוכים היסטורית (אם כי המרווח בין שיעור ההיוון לבין התשואה של אג"ח ממשלת ארה"ב הינו גבוה יחסית), גם לענף עצמו. יצוין כי הירידה בשיעורי ההיוון בתחום המשרדים הייתה מתונה יותר מענפים אחרים כגון המולטיפמילי וכן כי הירידה בשיעורי ההיוון בחלק ממקומות הפעילות הייתה מתונה יותר גם כן. על פי הערכות השווי של נכסי החברה, שיעור ההיוון המשוקלל בחברה עומד על כ-6.7%. שינוי לרעה בסביבת ריבית השוק עלול להשליך לשלילה על שווי הנכסים בטווח הקצר-בינוני, בשל עליית שיעורי ההיוון. במסגרת שקלול הנתונים וההשפעות האפשריות, ניתן לציין ירידה בהיקף ההון העצמי של החברה. להערכת מידרוג, חשיפה זו מתמתנת בטווח הארוך, לאור מספר גורמים הכוללים, בין היתר, את העובדה כי העלייה בשווי הנכסים נובעת מעבר מהירידה בשיעור ההיוון, בעקבות השכחת הנכסים ועלייה ב-NOI, התורם לעליית שווי הנכסים. כפי שצוין לעיל, לחברה חוזים חתומים בד"כ עם עלייה מובנית של שכ"ד. ישנה גם חשיפה מסוימת לגמישות החברה הנגזרת ממימון מחדש בעתיד ולא מהתזרים החופשי שעתיד לנבוע במצב של מכירת נכסים בעתיד. אולם, המינוף הנמוך ברמת הנכסים בחברה מממן סיכון זה.

גורמים העשויים לשפר את הדירוג ואת אופק הדירוג

- שיפור משמעותי ברמות המינוף, בהיקף ההון העצמי וביחסי הכיסוי אף מעבר לתחזיות מידרוג
- גידול משמעותי בהיקף פעילות החברה ובפיזור
- שיפור משמעותי בגמישות הפיננסית

גורמים העלולים לפגוע בדירוג ובאופק הדירוג

- אי עמידה בתחזיות החברה לרבות אי שמירה על יחס חוב נטו ל-CAP נטו של כ-55% ומטה, לאורך זמן
- חלוקת דיבידנד חריגה, אשר יש בה בכדי לפגוע באיתנות החברה
- הרעה או שינוי בסביבת הפעילות העסקית של החברה

דוחות מתודולוגיים:

[ניתוח חברות נדל"ן מניב - דוח מתודולוגי - פברואר 2016](#).

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

תאריך דוח: 16 בפברואר 2016

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	הוצאות ריבית <i>Interest</i>
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	הוצאות ריבית תזרימיות <i>Cash Interest</i>
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	רווח תפעולי <i>EBIT</i>
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני הפחתות <i>EBITA</i>
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני פחת והפחתות <i>EBITDA</i>
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה <i>EBITDAR</i>
סך נכסי החברה במאזן.	נכסים <i>Assets</i>
חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	חוב פיננסי <i>Debt</i>
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	חוב פיננסי נטו <i>Net Debt</i>
חוב + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	בסיס ההון <i>Capitalization (CAP)</i>
השקעות ברוטו בצידוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	השקעות הוניות <i>Capital Expenditures (Capex)</i>
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	מקורות מפעילות * <i>Funds From Operation (FFO)</i>
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת * <i>Cash Flow from Operation (CFO)</i>
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	תזרים מזומנים פנוי * <i>Retained Cash Flow (RCF)</i>
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי * <i>Free Cash Flow (FCF)</i>

* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד שהתקבל ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים מפעילות שוטפת.

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.

בנוסף, האינדיקטור (hyb) יתווסף לכל הדירוגים של מכשירים היברידיים המונפקים על ידי בנקים ומבטחים. בהתאם לתנאיהם מכשירים היברידיים מאפשרים שמיטה של תשלומי דיבידנד, ריבית או קרן, אשר עשויים לגרום לחוב להפוך לפגום², בקרת שמיטה כזו. מכשירים היברידיים עשויים להיות כפופים למחיקות של קרן בהתאם לתנאיהם. הדירוג לזמן ארוך יחד עם האינדיקטור (hyb) משקף את סיכון האשראי היחסי של ההתחייבות.

² להגדרת חוב פגום הנכס מוזמנים בחוברת סולמות דירוג והגדרות דירוג באתר מידרוג.

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

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 ולסיכוני הסתמכות על דירוג

דירוגי מידרוג ו/או פרסומיה הנם בגדר חוות דעת סובייקטיביות, הנכונים למועד פרסומם, 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 סיכונים 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 סיכונים 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.

מידרוג, הדיסקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין, למעט אם נקבעה אחריותם במפורש על פי דין, 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 שהחוק לא 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 נכון למועד עריכתו, והוא 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.