

# Delshah Capital Limited

מעקב | יולי 2020

## אנשי קשר:

חי ריעני, רו"ח  
אנליסט בכיר, מעריך דירוג ראשי  
[Hay.riany@midroog.co.il](mailto:Hay.riany@midroog.co.il)

רן גולדשטיין, סמנכ"ל  
ראש תחום נדל"ן  
[Rang@midroog.co.il](mailto:Rang@midroog.co.il)

---

## Delshah Capital Limited

אופק דירוג: יציב	A3.il	דירוג סדרות
------------------	-------	-------------

מידרוג מותירה על כנו דירוג A3.il לאגרות חוב (סדרות א-ג') שהנפיקה Delshah Capital Limited (להלן: "החברה"). אופק הדירוג יציב.

### אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
30.09.2021	יציב	A3.il	1137306	א
01.10.2023	יציב	A3.il	1137314	ב*
28.02.2021	יציב	A3.il	1141605	ג**

\* לטובת סדרה ב' משועבדות, במישרין (באמצעות משכנתא מוגבלת בסכום) ובעקיפין, זכויות החברה בנכס Gansevoort 55 במנהטן, ניו-יורק  
\*\* לטובת סדרה ג' משועבדות מניות חברת DS 30 Morningside Drive LLC, המחזיקה בפרויקט המצוי בהליך הסבה למגורים במנהטן, ניו-יורק

### שיקולים עיקריים לדירוג

- פעילות החברה מתמקדת בענף הנדל"ן המניב בניו-יורק, הכוללת החזקה של נכסי מגורים ומסחר, בהם 3 נכסים הכפופים לרגולציית HUD<sup>1</sup> מסוג "Section 8" (להלן: "נכסי HUD"). פעילות החברה בתחום המגורים להשכרה תורמת לציבות סביבת הפעילות שלה, כאשר בתקופת משבר הקורונה, רמת ההרעה בפעילות ענף זה היתה מבין הנמוכות מבין ענפי הנדל"ן השונים.
- הפרופיל העסקי של החברה נתמך בהיקף פעילות רחב, כאשר ליום 31.03.2020, סך המאזן של החברה (לאחר התאמות מידרוג), הסתכם בכ-907 מיליון דולר, ובמצבת נכסים מניבה איכותית ויציבה. נכסי החברה ממוקמים כולם בעיר ניו-יורק, ארה"ב, ומאופיינים בשיעורי תפוסה גבוהים לאורך זמן, כאשר רוב נכסי החברה מאוכלסים בשיעורי תפוסה גבוהים מ-95%. יציין, כי לחברה פיזור פעילות חלש יחסית לרמת הדירוג, הן מבחינה גאוגרפית (ריכוז הפעילות בעיר ניו-יורק) והן מבחינת פיזור נכסי, הצפוי להיחלש מעט עם סיום פרויקט Morningside.
- לחברה יחסי מינוף ההולמים את רמת הדירוג, כאשר ליום 31.03.2020 יחס חוב נטו ל-CAP נטו של החברה (לאחר התאמות מידרוג) הסתכם בכ-67%. בהתאם לתרחיש הבסיס, יחס זה צפוי להסתכם בטווח הקצר-בינוני בכ-63%-67%. יציין, כי טווח זה חורג מהמדיניות הפיננסית שהוצגה על ידי החברה למידרוג, אולם הוא כולל תרחיש רגישות שונים, בין היתר, לגבי שחיקה אפשרית בשווי נכסי החברה. אי-שיפור יחסי המינוף בטווח הקצר-בינוני עלול להשליך לשלילה על הדירוג.
- יחסי כיסוי איטיים שאינם הולמים את רמת הדירוג משליכים לשלילה על הפרופיל הפיננסי. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, היקף ה-FFO של החברה צפוי להשתפר, בין היתר, עם השלמת פרויקט Morningside, ולהסתכם בטווח הבינוני-ארוך בכ-6-8 מיליון דולר, היקף שאינו הולם את רמת הדירוג. מידרוג מעריכה, כי גם התזרים השיורי של החברה ישתפר אך יותר נמוך יחסית, ויחסי הכיסוי יותרו איטיים מאוד ביחס לרמת הדירוג.
- לחברה גמישות פיננסית מוגבלת, בין היתר, לאור היעדר נכסים שאינם משועבדים. לחברה גמישות פיננסית מסוימת, הנובעת בעיקרה מנכסים המשועבדים בשיעור מימון (LTV) נמוך יחסית באופן המאפשר מימון מחדש לייצור תזרים עודף.

<sup>1</sup> U.S. Department of Housing and Urban Development

עם זאת, להערכת מידרוג, ביצוע עסקאות מימון מחדש כאמור, יחד עם שחיקה אפשרית בשווי נכסי החברה, צפויים לשחוק את הגמישות הפיננסית של החברה בטווח הקצר-בינוני.

- יתרות הנזילות של החברה מספקות ביחס לשירותי אגרות החוב. במהלך חודש יולי 2020, ביצעה החברה רכישה עצמית של אגרות חוב (סדרות א', ג') בהיקף של כ-134 מיליון ש"ח ע.ג. תרחיש הבסיס של מידרוג מניח, בין היתר, כי החברה תבצע מימון מחדש עם סיום פרויקט Morningside במהלך החציון השני של שנת 2020, וכי תקבל תזרים ממשקיע ה-HTC בפרויקט, לקראת פירעון יתרת אגרות חוב סדרה ג' הצפוי ברבעון הראשון של שנת 2021. יצוין, כי אי-השלמת הפרויקט ו/או קבלת התזרימים כאמור במועד עלולים לפגוע בדירוג החברה.

- הימשכות משבר הקורונה מגבירה את אי-הודאות ברחבי העולם. במדינות רבות בעולם, ביניהן ארה"ב, ננקטו צעדים משמעותיים בניסיונות להאט את קצב התפשטות הנגיף, ביניהם הוראות לשמירה על ריחוק חברתי וסגירת נכסי מסחר. בהתאם לדוחות החברה לרבעון הראשון של שנת 2020, החברה מקיימת משאים ומתנים עם חלק משוכריה אודות תוכניות תשלום. כך, למשל, אפשרה לשוכר בנכס 55 Gansvoort (המשועבד לטובת אגרות חוב סדרה ג') לפרוס את תשלומי שכר הדירה לחודשים אפריל-מאי 2020 ולשלם במהלך ספטמבר-דצמבר 2020. להערכת החברה, נכון למועד פרסום הדוחות לרבעון הראשון, בשלב זה לא צפויה השפעה שלילית מהותית על פעילות החברה ותוצאותיה. יצוין, כי החברה רשמה ירידת ערך בסך של כ-9.5 מיליון דולר ברבעון, הנובעת בעיקר מנכסים מסחריים. להערכת מידרוג, עיקר הפגיעה בטווח הקצר עלולה להיות בנתוני הגביה, ובעיקר בנכסי הנדל"ן למסחר, מה שעלול גם להוביל לירידות נוספות בשווי נכסי החברה. כמו כן, להערכתנו, המשך והחרפת המשבר עלול להוביל למיתון באופן שעלול להשליך לשלילה על שיעורי תפוסה ומחירי השכירות בטווח הבינוני-ארוך. להרחבה בנושא, הנכם מופנים להערות ענף מחודש מרץ 2020.<sup>2</sup>

**תרחיש הבסיס של מידרוג כולל, בין היתר, את השלמת פרויקט Morningside, ביצוע מימון מחדש כנגד הנכס וקבלת תזרים ממשקיע ה-HTC במהלך החציון השני של שנת 2020. בנוסף, תרחיש הבסיס כולל השקעות בנכסים (CAPEX), תשלומי קרן וריבית בגין הלוואות בנקאיות ואגרות החוב בהתאם ללוחות הסילוקין, ותזרים שוטף מפעילות. תרחיש הבסיס אינו כולל תקבולים מפעילות הלוואות לנדל"ן של החברה.**

במסגרת תרחיש הבסיס, מידרוג בחנה תרחישי רגישות שונים, המתייחסים, בין היתר, להשלכות אפשריות של המשך משבר הקורונה, וכוללים, בין היתר, שחיקה אפשרית בשווי נכסי החברה ובשער החליפין (דולר-ש"ח). כמו כן, מידרוג בחנה תרחישי רגישות בהתייחס לגובה ועיתוי תקבולים ותשלומים של החברה.

בהתאם לכך, יחס חוב נטו ל-CAP נטו של החברה צפוי להסתכם בטווח הקצר-בינוני בכ-63%-67% ולהלום את רמת הדירוג. היקף ה-FFO של החברה צפוי להיות נמוך ביחס לרמת הדירוג ולהסתכם בכ-8-6 מיליון דולר בטווח הבינוני-ארוך, כאשר גם יחס הכיסוי חוב נטו ל-FFO צפוי להמשיך ולא להלום את הדירוג.

התאמות מידרוג ליחסים הפיננסיים (להלן: "התאמות מידרוג") כוללות, בין היתר, הוספת חלקה היחסי של החברה בחוב ובתוצאות חברות מוחזקות המטופלות בשיטת השווי המאזני.

<sup>2</sup> הדוחות מפורסמים באתר מידרוג [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

## שיקולים מבניים

מידרוג בחנה הטבה דירוגית לסדרות אג"ח ב' ו-ג' המגובות בבטוחות המובטחות בנכס 55 Gansvoort (במישרין ובעקיפין) ובמניות החברה המחזיקה בנכס Morningside, בהתאמה, בהתאם למתודולוגיה "שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי - דוח מתודולוגי, ספטמבר 2019".<sup>3</sup> בהתאם לבחינה, נמצא כי אין מקום להבדל בין דירוגי סדרות האג"ח השונות של החברה.

## אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו, כי החברה תשמור על יציבות תזרימית מנכסיה ועל יתרות נזילות מספקות לשירות האג"ח. כמו כן, מידרוג מצפה כי החברה תפעל להורדת יחסי המינוף בטווח הקצר-בינוני.

## גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- גידול משמעותי בהיקף הפעילות ושיפור פיזור הפעילות, במקביל לשיפור ביחסי המינוף
- גידול משמעותי בהיקף ה-FFO ושיפור יחסי הכיסוי
- שיפור משמעותי בגמישות הפיננסית וביתרות הנזילות

## גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- אי-עמידה בתחזיות החברה, לרבות ביחס לניהול יתרות הנזילות ו/או לסיום פרויקט Morningside ומימון מחדש כנגד הנכס
- אי-שיפור ביחסי המינוף בטווח הקצר-בינוני כך שהחברה תעמוד בקרבה לטווח הנמוך של טווח התחזית
- כניסה לעסקאות אשר ישפיעו לשלילה על פרופיל הסיכון ו/או איתנות החברה

## Delshah Capital Limited - נתונים עיקריים, במיליוני דולר ארה"ב

31.03.2018	31.12.2018	31.03.2019	31.03.2020	
780	846	862	907	סך מאזן
447	525	539	609	חוב פיננסי
25	12	18	20	יתרות נזילות
422	513	531	589	חוב פיננסי נטו
56%	62%	62%	67%	חוב נטו / CAP נטו
0%	0%	0%	0%	שווי נכסי לא משועבד / סך מאזן

\* המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה.

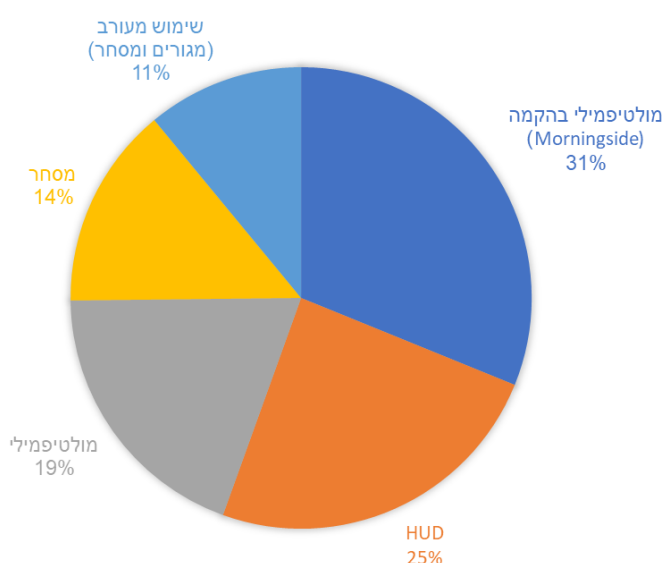
<sup>3</sup> הדוחות מפורסמים באתר מידרוג [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

## פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

## פעילות החברה בענף הנדל"ן המניב בעיר ניו-יורק תומכת ביציבות סביבת הפעילות שלה. היקף פעילות רחב ונכסים במיקומים מרכזיים המאופיינים בשיעורי תפוסה גבוהים תומכים בפרופיל העסקי, על אף פיזור פעילות חלש

פעילות החברה מתמקדת בתחום הנדל"ן המניב, כאשר לחברה נכסי מגורים (לרבות נכסי HUD) ומסחר בניו-יורק, ארה"ב. להלן פילוח נכסי הנדל"ן של החברה ליום 31.03.2019:

תרשים 1: פילוח סוגי נכסים לפי שווי (חלק חברה), 31.03.2020

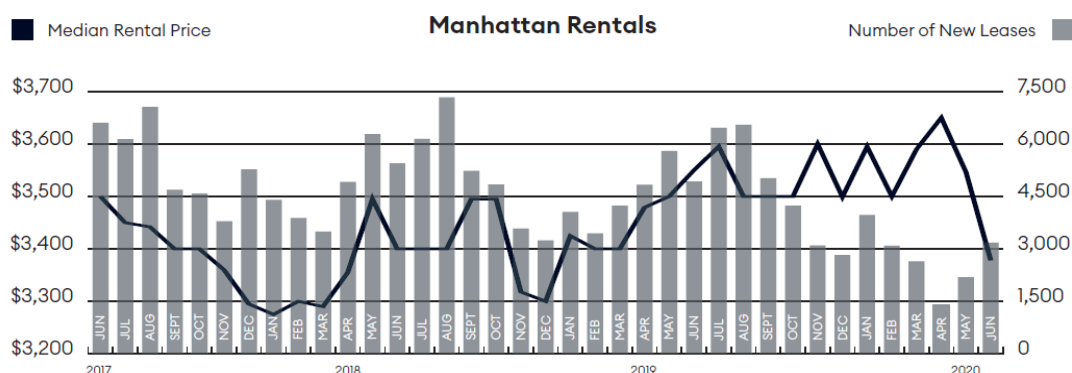


מדינת ארה"ב, המדורגת בדירוג Aaa באופק יציב ע"י Moody's, מאופיינת בכלכלה חזקה ביותר. עם זאת, יצוין, כי שיעור האבטלה, אשר היה במגמת ירידה משנת 2010 ועד לפני משבר הקורונה שהחל בתחילת שנת 2020, עלה לכ-14.7% בחודש אפריל 2020, וירד לכ-11.1% בחודש יוני. שיעור האבטלה צפוי לרדת בהדרגה לקראת תום שנת 2020 ובמהלך שנת 2021, אך להיוותר גבוה ביחס לשיעורי האבטלה טרום המשבר, וכן צפויה צמיחה שלילית בתוצר לשנת 2020.<sup>4</sup>

שוק המולטיפמילי בניו-יורק מאופיין ביציבות בשיעורי התפוסה ובמגמת עליה עקבית בדמי השכירות לאורך זמן. משבר הקורונה השליך לשלילה על פרמטרים אלה, כאשר בחודש יוני 2020 חלה ירידה של כ-2% בשיעורי התפוסה וכ-4.8% בדמי השכירות החציוניים במנהטן (YoY),<sup>5</sup> אך שיעור התפוסה המשוקלל עדיין גבוה יחסית (מעל ל-95%) ודמי השכירות נותרו יציבים יחסית בראיה רב-שנתית.<sup>6</sup>

<sup>4</sup> מקור: [Trading Economics](#)  
<sup>5</sup> Year-over-Year, בהשוואה לחודש יוני 2019  
<sup>6</sup> מקור: [Miller Samuel Inc.](#)

תרשים 2: דמי שכירות במנהטן, יוני 2017 - יוני 2020

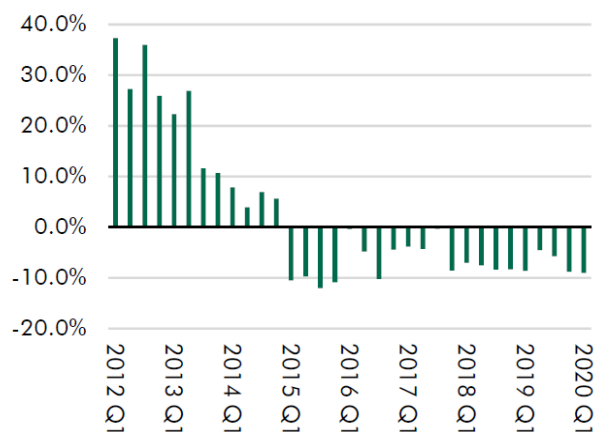


מקור: Miller Samuel Inc.

שוק המסחר במנהטן, אשר חווה בשנים האחרונות ירידה בדמי השכירות ובשיעורי התפוסה, הושפע לשלילה גם כתוצאה ממשבר הקורונה, ובין היתר, כתוצאה מסגירת מקומות מסחר והנחיות הריחוק החברתי ברחבי העיר. יצוין, כי פעילות החברה בענף הנדל"ן למסחר משליכה לשלילה על יציבות סביבת הפעילות שלה ביחס לפעילויות האחרות. יצוין, כי תרחיש הבסיס כולל, כאמור, בחינת שחיקה אפשרית בשווי נכסי החברה, וזאת בנוסף לירידת שווי נכסים שהוכרה בדוחות הכספיים של החברה ברבעון הראשון של שנת 2020.

תרשים 3: שינוי שנתי (YoY) בשכ"ד מבוקש בנכסי נדל"ן למסחר במנהטן, Q1/2012-Q1/2020

Figure 9: Year-over-Year Asking Rent Change



Source: CBRE Research, Q1 2020.

מקור: CBRE

## **לחברה יחסי מינוף הולמים לרמת הדירוג. מנגד, היקף FFO ותזרים שיורי הצפויים להיוותר נמוכים, ויחסי כיסוי איטיים ביחס לרמת הדירוג, משליכים לשלילה על הפרופיל הפיננסי**

ליום 31.03.2020, יחס חוב נטו ל-CAP נטו של החברה, לאחר התאמות מידרוג הכוללות, בין היתר, הוספת חלק החברה בחוב הפיננסי שבחברת הנכס של פרויקט Morningside המטופלת בדוחות הכספיים בשיטת השווי המאזני, הסתכם בכ-67% והולם את רמת הדירוג. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, הכולל, בין היתר, שחיקה אפשרית בשווי נכסי החברה, מידרוג מעריכה כי יחס זה יסתכם בטווח הקצר-בינוני בכ-63%-67% ולהמשיך להלום את רמת הדירוג.

מנגד, לחברה היקפי FFO ויחסי כיסוי שאינם הולמים את הדירוג. היקף ה-FFO ברבעון הראשון של שנת 2020 הינו שלילי, וכך גם היקף ה-FFO לשנת 2019. בהתאם לתרחיש הבסיס, הכולל, בין היתר, השלמת פרויקט Morningside במהלך החציון השני של שנת 2020, הצפויה להוביל לתוספת NOI של כ-13 מיליון דולר בשנה (בנוסף לתקבולי ה-HTC), היקף ה-FFO של החברה צפוי להסתכם בטווח הבינוני-ארוך בכ-8-6 מיליון דולר. התזרים השיורי של החברה צפוי להיות חיובי בטווח זה, ולהסתכם בכ-3-5 מיליון דולר בשנה (ללא תקבולי ה-HTC הצפויים במהלך שנת 2021). היקפים אלה נמוכים ביחס לרמת הדירוג. כמו כן, יחס הכיסוי חוב נטו ל-FFO של החברה צפוי להמשיך ולהיות איטי באופן שאינו הולם את הדירוג.

יצוין, כי טווח המינוף הצפוי חורג מהמדיניות הפיננסית שהוצגה על ידי החברה למידרוג, אולם הוא כולל כאמור תרחישי רגישות שונים, בין היתר, לגבי שחיקה אפשרית בשווי נכסי החברה. אי-שיפור יחסי המינוף בטווח הקצר-בינוני עלול להשליך על הדירוג, וזאת, בין היתר, לאור יחסי הכיסוי החלשים של החברה.

## **גמישות פיננסית מוגבלת, הנובעת מהיעדר נכסים שאינם משועבדים, צפויה להישחק בטווח הקצר-בינוני, בין היתר, כתוצאה מעסקאות מימון מחדש ושחיקה אפשרית בשווי נכסי החברה. יתרות הנזילות של החברה צפויות להיות מספקות לצרכי שירות אגרות החוב**

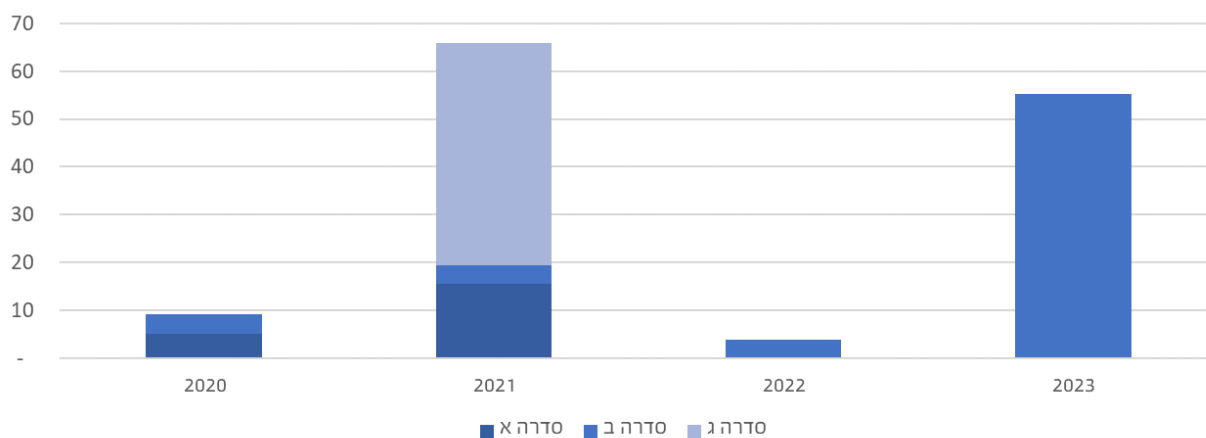
היעדר נכסים שאינם משועבדים מוביל לגמישות פיננסית מוגבלת, כאשר גמישות החברה נובעת בעיקרה מנכסים המשועבדים בשיעור מימון (LTV) נמוך יחסית המאפשר מימון מחדש לייצור תזרים עודף. ביצוע עסקאות מימון מחדש כאמור, יחד עם שחיקה אפשרית בשווי נכסי החברה, צפויים, להערכת מידרוג, להוביל לשחיקה בגמישות הפיננסית של החברה בטווח הקצר-בינוני, כאשר יחס חוב מובטח לנדל"ן להשקעה של החברה צפוי להסתכם בטווח זה בכ-64%-68%.

יתרות הנזילות של החברה מספקות ביחס לשירות אגרות החוב. במהלך חודש יולי 2020, ביצעה החברה רכישה עצמית של אגרות חוב (סדרות א', ג') בהיקף של כ-134 מיליון ש"ח ע.ג. (להלן: "הרכישה העצמית"). יתרת הערך הנקוב של אגרות החוב של החברה מסתכמת, לאחר הרכישה העצמית, בכ-140 מיליון דולר<sup>7</sup>. יצוין, כי בסוף חודש פברואר 2021, צפויה להיפרע סדרת אג"ח ג', המובטחת בשיעבוד מניות חברת הנכס המחזיקה בפרויקט Morningside (DS 30 Morningside Drive LLC). יתרת הסדרה לאחר הרכישה העצמית הינה כ-49 מיליון דולר. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, החברה צפויה לסיים את פרויקט Morningside במהלך החציון השני של שנת 2020. בטווח זה, צפויה החברה לבצע מימון מחדש כנגד הפרויקט וכן לקבל תזרים ממשיקיע ה-HTC בפרויקט, לקראת הפירעון האמור. יצוין, כי בדוחות לרבעון הראשון של שנת 2020, ציינה החברה כי הבניה בפרויקט חודשה (לאחר שדיווחה בחודש אפריל 2020 על הפסקת העבודות), וכי שיעור ההשלמה למועד הדוחות עומד על 99%. כמו כן, ציינה החברה כי היא צופה שעבודות השיפוץ בנכס יסתיימו במהלך הרבעון השלישי של שנת 2020.

יצוין, כי אי-השלמת הפרויקט ו/או קבלת התזרימים כאמור במועד עלולים לפגוע בדירוג החברה.

<sup>7</sup> לפי שער חליפין דולר-ש"ח 3.42 נכון למועד כתיבת דוח זה.

תרשים 4: לוח סילוקין קרן אגרות חוב, פרופורמה (לאחר רכישה עצמית במהלך יולי 2020), במיליוני דולר ארה"ב



\* לטובת סדרה ב' משועבדות, במישורין (באמצעות משכנתא מוגבלת בסכום) ובעקיפין, זכויות החברה בנכס 55 Gansevoort במנהטן, ניו-יורק  
 \*\* לטובת סדרה ג' משועבדות מניות חברת DS 30 Morningside Drive LLC, המחזיקה בפרויקט המצוי בהליך הסבה למגורים במנהטן, ניו-יורק

מטריצת הדירוג

תחזית מידרוג		ליום 31.03.2020		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה <sup>[1]</sup>		
Aa.il	---	Aa.il	---	תחום פעילות וסביבה כלכלית	סביבת הפעילות
A.il	917-960	A.il	907	סך מאזן (מיליוני דולר)	פרופיל עסקי
A.il	---	A.il	---	איכות הנכסים, פיזור נכסים ושוכרים	
A.il	67%-63%	A.il	67%	חוב פיננסי נטו / CAP נטו	פרופיל פיננסי
Baa.il	6-8	Ba.il	שלילי	היקף FFO (מיליוני דולר)	פרופיל פיננסי
Ba.il	46 <	Ba.il	46 <	חוב פיננסי נטו / FFO	
Ba.il	0%	Ba.il	0%	שווי נכסי לא משועבד / סך מאזן	
Baa.il	68%-65%	Baa.il	61%	חוב פיננסי מובטח / נדל"ן להשקעה	
A.il	110%-97%	Baa.il	39%	יתרות נזילות ומסגרות אשראי / שירות קרן חוב לא מובטח לשנתיים מייצגות	
<b>A3.il</b>					<b>דירוג נגזר</b>
<b>A3.il</b>					<b>דירוג בפועל</b>

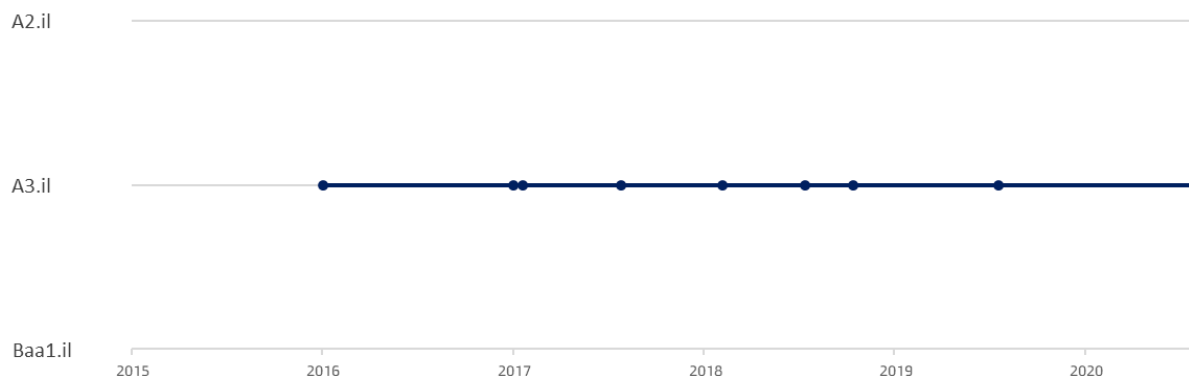
[1] המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. תחזית מידרוג כוללת את הערכות מידרוג ביחס למנפיק. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק.



## אודות החברה

החברה הוקמה בשנת 2015 כחברה פרטית המאוגדת בהתאם לדיני איי הבתולה הבריטיים (BVI). פעילות החברה מתמקדת בנכסי נדל"ן מניב (מגורים ומסחר) בניו-יורק, ארה"ב. בעל השליטה בחברה הינו מר מייקל שהה.

## היסטוריית דירוג



## דוחות קשורים

[Delshah Capital Limited - דוחות קשורים](#)

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

[התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידי - דוח מתודולוגי, מאי 2020](#)

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

[השפעת התפשטות נגיף הקורונה על ענף הנדל"ן - דוח מיוחד - הערת ענף, מרץ 2020](#)

[השפעת התפשטות נגיף הקורונה על ענף הנדל"ן למסחר - דוח מיוחד - הערת ענף, מרץ 2020](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

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

## מידע כללי

28.07.2020	תאריך דוח הדירוג:
15.07.2019	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
29.12.2015	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
Delshah Capital Limited	שם יוזם הדירוג:
Delshah Capital Limited	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 קטגוריית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

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

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

#### **אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכויי הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה**

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

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו.

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

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

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

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

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידרוג, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>