

# Delshah Capital Limited

מעקב | יולי 2019

## אנשי קשר:

חי ריעני, רו"ח  
אנליסט, 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, במישורין (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 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"), תורמת ליציבות סביבת הפעילות. אזור זה מאופיין בסביבה כלכלית יציבה וחזקה ובמגמות ביקוש חזקות, המתבטאות בשיעורי תפוסה גבוהים ומגמות עליה עקבית בשכ"ד.
- הפרופיל העסקי של החברה נתמך בהיקף פעילות רחב, כאשר סך המאזן של החברה (לאחר התאמות מידרוג)<sup>2</sup> ליום 31.03.2019 הסתכם בכ-862 מיליון דולר, ובמצבת נכסים מניבה איכותית ויציבה. הנכסים ממקומים כולם בעיר ניו-יורק, ארה"ב, ומאופיינים בשיעורי תפוסה גבוהים לאורך זמן. יציין, כי לחברה פיזור פעילות חלש ביחס לרמת הדירוג, הן מבחינה גאוגרפית (ריכוז הפעילות בניו-יורק) והן מבחינת חשיפה לנכסים עיקריים, כאשר חשיפה זו אף צפויה לעלות עם סיום פרויקט Morningside, שהינו מהותי ביחס לפעילות החברה.
- לחברה יחסי מינוף בולטים לחיוב ביחס לרמת הדירוג, כאשר ליום 31.03.2019 יחס חוב נטו ל-CAP נטו של החברה (לאחר התאמות מידרוג) הסתכם בכ-62%. יחס זה צפוי להסתכם בטווח הקצר-בינוני בכ-60%-63% ולהמשיך לבלוט לחיוב לרמת הדירוג.
- יחסי כיסוי איטיים ותזרים שיורי שלילי שאינם הולמים את הדירוג משליכים לשלילה על הפרופיל הפיננסי. היקף ה-FFO (LTM) ליום 31.03.2019 הסתכם בכ-3 מיליון דולר. להערכת מידרוג, היקף ה-FFO בטווח הבינוני-ארוך צפוי להסתכם בכ-3-6 מיליון דולר. יחס הכיסוי חוב נטו ל-FFO של החברה צפוי להשתפר עם השלמת פרויקט Morningside, אך להיוותר איטי מאוד ביחס לרמת הדירוג.
- לחברה גמישות פיננסית מוגבלת, הנובעת מהיעדר נכסים לא משועבדים ומנכסים ברמת מינוף משוקללת של כ-60%. יציין, כי לחברה נכסים בשווי של כ-226 מיליון דולר (ליום 31.03.2019), הממונפים בשיעור LTV משוקלל של כ-35% ותורמים לגמישות הפיננסית של החברה. בנוסף, לחברה יתרות נזילות בהיקף מספק לשירות קרן האג"ח.

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

<sup>2</sup> התאמות מידרוג בהתאם למתודולוגיה לדירוג חברות נדל"ן מניב, ינואר 2019. ההתאמות כוללות, בין היתר, תוספת חלק החברה בחוב חברות מוחזקות המטופלות בהתאם לשיטת השווי המאזני, וכן חלק החברה היחסי בתוצאות אותן חברות.

- לחברה היקף ייזום משמעותי, הנובע מפרויקט Morningside. עם זאת, החברה החלה לאחרונה בהשקעת יח"ד בבניין הראשון, וצפויה לסיים את הפרויקט בחודשים הקרובים. נכון למועד הדוח, מידרוג לא צופה פרויקט ייזום משמעותי נוסף לאחריו.

**תרחיש הבסיס של מידרוג כולל**, בין היתר, השלמת ואכלוס פרויקט Morningside בטווח הקצר-בינוני, ובהתאם קבלת מימון ממשקייע HTC בהתאם להסכם המימון. מידרוג הניחה כי שווי הנכס יעלה עם סיום הפרויקט, כפי שמתואר בהערכת השווי ובכפוף לרגישויות לשווי זה. תרחיש הבסיס כולל גם פירעונות צפויים של אגרות החוב בהתאם ללוחות הסילוקין, במקביל לגידול בהלוואות בנקאיות בטווח הקצר-בינוני. מידרוג הניחה כי החברה תשמור על יציבות תזרימי המזומנים מנכסיה המאוכלסים, כאשר תרחיש הבסיס לוקח בחשבון, בין היתר, את מנגנון השכירות בנכס Morningside בהתאם להסכם השכירות הראשית, כפי שדווח על-ידי החברה. יציין, כי תרחיש הבסיס אינו כולל תקבולים עתידיים מהלוואות הנדל"ן.

כחלק מתרחיש הבסיס, מידרוג ערכה תרחישי רגישות שונים, בין היתר, על שער הדולר-ש"ח, גובה ולאז מועדי עסקאות של החברה, שווי הצפוי של נכס Morningside עם סיום הפרויקט, גובה השקעות צפויות בנכסים, וכן גובה החוב הפיננסי. בנוסף, מידרוג ערכה תרחיש רגישות על שווי נכסי הנדל"ן המניב של החברה, בין היתר כתוצאה מעליה אפשרית בשיעורי ההיוון (CAP). יציין, כי לחברה מספר יח"ד (כ-4% מהיקף יח"ד של החברה) הכפופות לשכירות מפקחת (Rent Stabilization). שיעקרון בתיק הנכסים בברוקלין (להלן: "Silvershore"). ביום 14.06.2019 הושלם במדינת ניו-יורק הליך חקיקה כולל של עדכון הוראות הפיקוח על דיור להשכרה במדינה. ביום 17.06.2019 החברה דיווחה כי היא בוחנת את השפעת הרפורמה, וכי נכון לאותו מועד טרם נקבעה מידת ההשפעה, אם בכלל, על פעילותה העתידית. להערכת מידרוג, בין ההשפעות האפשריות, צמצום בשיעור הגידול השנתי של ההכנסות משכירות מאותן יח"ד, אל מול קיטון בהשקעות CAPEX שוטפות וצמצום מאגר הדירות שאינן מושכרות, וכן פגיעה אפשרית בשווי הנכסי עקב ירידה בפוטנציאל ההשבחה של אותם נכסים בשכירות מפקחת. להרחבה בעניין הרפורמה, הנכס מופנים לדוח הערת ענף שפורסם על-ידי מידרוג - שינוי חקיקה בתחום הדיור להשכרה במדינת ניו-יורק, ארה"ב - יולי 2019.<sup>3</sup>

בהתאם לתרחיש הבסיס, יחס חוב נטו ל-CAP נטו צפוי להסתכם בטווח הקצר-בינוני בכ-60%-63%. היקף ה-FFO של החברה צפוי להסתכם בטווח הבינוני-ארוך בכ-3-6 מיליון דולר ויחס חוב נטו ל-FFO צפוי להיות איטי מאוד ביחס לרמת הדירוג.

סדרות ב' ו-ג' מובטחות בנכס Gansevoort 55 (במישרין - באמצעות משכנתא מוגבלת בסכום, ובעקיפין) ובמניות החברה המחזיקה בנכס Morningside, בהתאמה. לאחר בחינת מידרוג בהתאם למתודולוגיה "שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאידי - ספטמבר 2017",<sup>4</sup> 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 בנכסיה המאוכלסים ועל ניהול יתרות נזילות הולמות ביחס לשירות האג"ח. השלמתו הצפויה של פרויקט Morningside תתרום ליציבות התזרימית, כאשר החברה חתמה על הסכם שכירות ראשית בפרויקט והחלה בשיווק חלק מהדירות בו.

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

<sup>4</sup> הדוחות מפורסמים באתר מידרוג [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

**גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:**

- גידול משמעותי בהיקפי הפעילות של החברה ושיפור פיזור הפעילות, תוך שמירה על יחסי האיתנות
- גידול משמעותי בהיקפי ה-FFO ושיפור יחסי הכיסוי
- שיפור משמעותי בגמישות הפיננסית וביתרות הנזילות ביחס לשירות החוב הלא-מובטח

**גורמים אשר יכולים להורדת הדירוג:**

- שחיקה ביחסי המינוף של החברה
- אי-עמידה בתחזיות החברה ביחס לניהול יתרות הנזילות
- כניסה לעסקאות אשר ישפיעו לשלילה על פרופיל הסיכון ולא איתנות החברה

**Delshah Capital Limited - נתונים עיקריים, באלפי דולר ארה"ב**

31.03.2018	31.12.2018	31.03.2019	
780,371	846,438	862,455	סך מאזן
447,422	524,951	539,081	חוב פיננסי
25,251	12,255	17,529	יתרות נזילות
422,171	512,696	531,000	חוב פיננסי נטו
56%	62%	62%	חוב נטו / CAP נטו
0%	0%	0%	שווי נכסי לא משועבד / סך מאזן

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

## פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

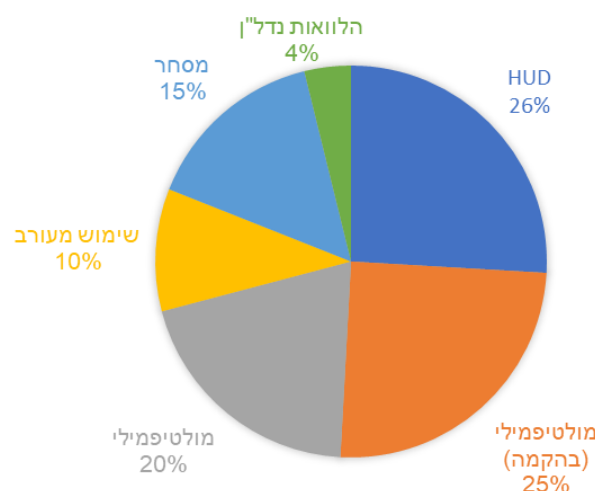
### סביבת הפעילות

#### התמקדות החברה בענף הנדל"ן המניב במנהטן תומכת ביציבות סביבת הפעילות של החברה

פעילות החברה מתמקדת בתחום הנדל"ן המניב, כאשר לחברה נכסי מגורים (לרבות נכסי HUD), נכסי מסחר ונכסים מעורבים של דיור להשכרה ויחידות מסחר בניו-יורק, ארה"ב. בנוסף, החברה מחזיקה בהלוואות לנדל"ן במנהטן.

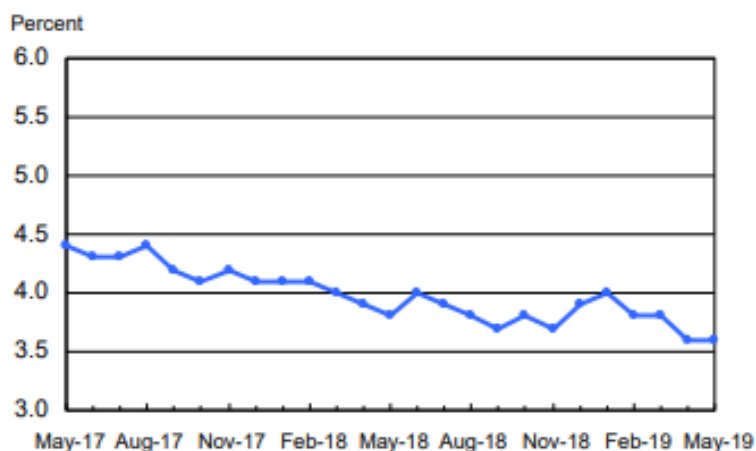
להלן פילוח נכסי החברה ליום 31.03.2019:

תרשים 1: פילוח סוגי נכסים לפי שווי (חלק חברה), 31.03.2019



מדינת ארה"ב, המדורגת בדירוג Aaa באופק יציב על ידי Moody's, מאופיינת בכלכלה חזקה ביותר. שיעור האבטלה במדינה נמצא במגמת ירידה משנת 2010, והסתכם בחודש מאי 2019 בכ-3.6% בלבד.

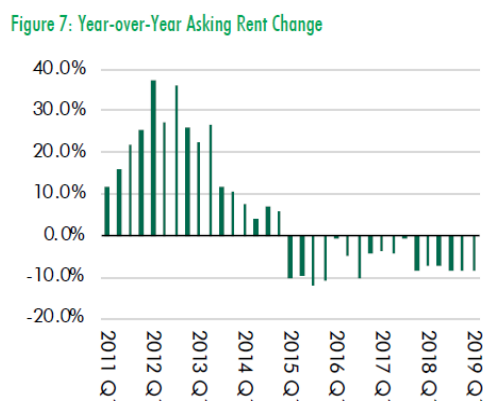
תרשים 2: שיעור האבטלה בארה"ב, 2004-2019



מקור: Bureau of Labor Statistics

שוק המולטיפמילי בניו-יורק מאופיין ביציבות בשיעורי התפוסה ובמגמת עליה עקבית בשכ"ד לאורך זמן, כאשר שיעור התפוסה הממוצע במנהטן, שם מתמקדת פעילות החברה, נע סביב כ-97%-98% לאורך השנים האחרונות.<sup>5</sup> מנגד, שוק המסחר בניו-יורק חווה בשנים האחרונות ירידה בשכ"ד הממוצע ובשיעורי התפוסה, מה שמשפיע לשלילה על יציבות סביבת הפעילות של החברה ביחס לפעילויות האחרות שלה.

תרשים 3: שינוי שנתי (YoY – Year over Year) בשכ"ד מבוקש במנהטן, מסחר, Q1\2011-Q1\2019



מקור: CBRE Research, Q1 2019

יצוין, כי לחברה מספר יח"ד (כ-4% מהיקף יח"ד של החברה) הכפופות לשכירות מפוקחת (Rent Stabilization), שעיקרן בתיק הנכסים בברוקלין (להלן: "Silvershore"). ביום 14.06.2019 הושלם במדינת ניו-יורק הליך חקיקה כולל של עדכון הוראות הפיקוח על דיור להשכרה במדינה. ביום 17.06.2019 החברה דיווחה כי היא בוחנת את השפעת הרפורמה, וכי נכון לאותו מועד טרם נקבעה מידת ההשפעה, אם בכלל, על פעילותה העתידית. להערכת מידרוג, בין ההשפעות האפשריות, צמצום בשיעור הגידול השנתי של ההכנסות משכירות מאותן יח"ד, אל מול קיטון בהשקעות CAPEX שוטפות וצמצום מאגר הדירות שאינן מושכרות, וכן פגיעה אפשרית בשווי הנכסי עקב ירידה בפוטנציאל ההשבחה של אותם נכסים בשכירות מפוקחת. להרחבה בעניין הרפורמה, הנכם מופנים לדוח הערת ענף שפורסם על-ידי מידרוג - שינוי חקיקה בתחום הדיור להשכרה במדינת ניו-יורק, ארה"ב - יולי 2019.<sup>6</sup> כאמור, תרחיש הבסיס כולל, בין היתר, תרחישי רגישות ביחס לשווי נכסי הנדל"ן של החברה.

## פרופיל עסקי

### פרופיל עסקי חזק, הנתמך בהיקף הפעילות, מיקומי הנכסים ושיעורי התפוסה הגבוהים בהם. מנגד, פיזור פעילות מוגבל ברמה הנכסית והגאוגרפית, משליך לשלילה על הפרופיל העסקי

לחברה היקף פעילות רחב, כאשר ליום 31.03.2019, סך המאזן לאחר התאמות מידרוג מסתכם בכ-862 מיליון דולר ובולט לרמת הדירוג. לאותו מועד, החברה מחזיקה במעל לכ-1,600 יח"ד וכן בנכסי ושטחי מסחר, כולם בניו-יורק, ארה"ב. מיקומי הנכסים ושיעורי התפוסה הגבוהים לאורך זמן תומכים בפרופיל העסקי, כאשר ליום 31.03.2019, שיעור התפוסה המשוקלל בנכסים המניבים המיוצגים (ללא נכסים בהקמה או בשיפוץ) מסתכם בכ-99%.

<sup>5</sup> מקור: [Manhattan Residential Rental Vacancy Rate - Miller Samuel Inc](http://Manhattan Residential Rental Vacancy Rate - Miller Samuel Inc).

<sup>6</sup> הדוחות מפורסמים באתר מידרוג [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

<sup>7</sup> מתוכן 226 בפרייקט Morningside שבהקמה.

מנגד, פיזור פעילות החברה חלש ביחס לרמת הדירוג, כאשר לחברה חשיפה לעיר ניו-יורק, בה נמצאים כלל נכסיה. בנוסף, לחברה חשיפה לנכסים עיקריים, כאשר ליום 31.03.2019, השווי הנכסי הנקי המיוחס לחברה משלושת הנכסים העיקריים שלה מהווה כ-50% מסך השווי הנכסי הנקי המיוחס לחברה. חשיפה זו צפויה אף לעלות עם סיום פרויקט Morningside, ששווי (ברוטו) מהווה כ-25% מסך שווי נכסי החברה (לפי חלקה). יצוין, כי נכסיה העיקריים של החברה הינם נכסי HUD, המאופיינים ביציבות גבוהה ובשיעורי תפוסה גבוהים (99% לאורך זמן). כמו כן, חלק משכר הדירה בנכסים אלה משולם על ידי גוף פדראלי של ממשלת ארה"ב.

## פרופיל פיננסי

### יחסי מינוף בולטים לחיוב לרמת הדירוג. מנגד, היקפי FFO נמוכים, תזרים שיורי שלילי ויחסי כיסוי איטיים ביחס לרמת הדירוג משפיעים לשלילה על הפרופיל הפיננסי

ליום 31.03.2019, יחס חוב נטו ל-CAP נטו של החברה, לאחר התאמות מידרוג, הסתכם בכ-62% ובלט לחיוב לרמת הדירוג. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, יחס זה צפוי להסתכם בטווח הקצר-בינוני בכ-60%-63% ולהמשיך לבלוט לחיוב. יצוין, כי התאמות מידרוג כוללות, בין היתר, את חלק החברה בחוב חברות מוחזקות המוצגות בהתאם לשיטת השווי המאזני, בהן חברת הנכס המחזיקה בפרויקט Morningside. בהקשר זה, יצוין כי השקעות EB-5 בפרויקט מסווגות כהון, חלף סיווג כחוב נכון למועד המעקב האחרון.

מנגד, לחברה היקפי FFO נמוכים ביחס לרמת הדירוג ותרומה שלילי המשפיע לשלילה על הפרופיל הפיננסי. ליום 31.12.2019, היקף ה-FFO (LTM) לאחר התאמות מידרוג, מסתכם בכ-3 מיליון דולר בלבד ואינו הולם את רמת הדירוג. בהתאם, יחס חוב נטו ל-FFO מסתכם באותו מועד בכ-161 שנים ובולט גם הוא לשלילה. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, בין היתר עם אכלוס פרויקט Morningside, היקף ה-FFO צפוי להסתכם בטווח הבינוני-ארוך בכ-3-6 מיליון דולר. יחס חוב נטו ל-FFO צפוי להשתפר, אך עדיין להיות איטי ביותר ביחס לרמת הדירוג.

יצוין, כי לשמירה על יחסי המינוף של החברה וכן על רמת נזילות הולמת קיימת חשיבות רבה, בפרט לאור יחסי הכיסוי האיטיים שלה והתזרים השיורי השלילי, ופגיעה בהם עשויה להשליך לשלילה על הדירוג.

### גמישות פיננסית מוגבלת הנובעת מהיעדר נכסים לא משועבדים. יתרות נזילות בהיקף מספק לשירות קרן האג"ח

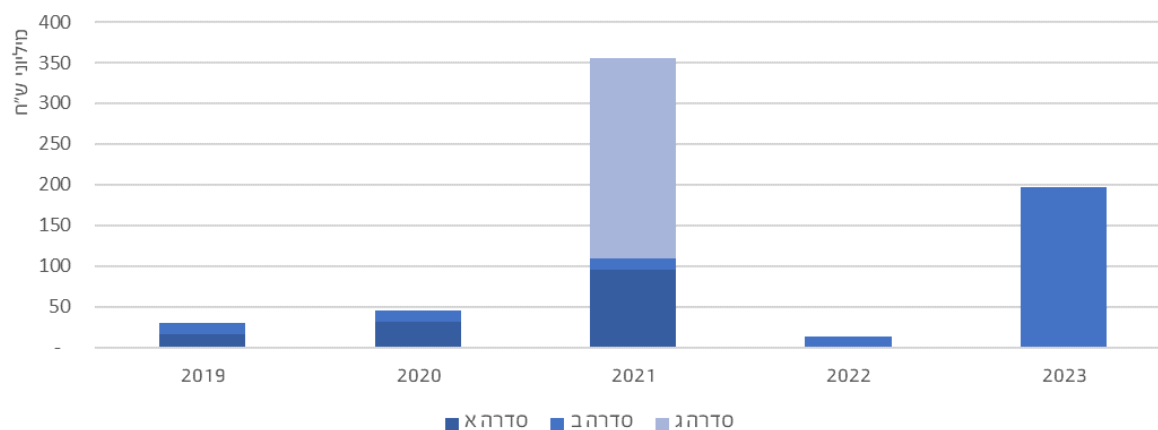
לחברה גמישות פיננסית מוגבלת, לאור היעדר נכסים לא משועבדים. ליום 31.03.2019, יחס חוב מובטח לנדל"ן להשקעה מסתכם בכ-60%, כאשר לחברה נכסים משועבדים בשיעורי מינוף (LTV) המאפשרים גמישות פיננסית מסוימת על-ידי מימון מחדש. יחס זה צפוי להיותר ברמה דומה בטווח הקצר-בינוני.

יתרות המזומנים ושווי מזומנים של החברה הסתכמו ליום 31.12.2019 בכ-8 מיליון דולר, בנוסף לכ-9 מיליון דולר המיועדים לאגרות החוב ומסווגים בדוחות הכספיים כפיקדון לד"א.

בהתאם לתרחיש הבסיס, החברה צפויה לפעול להגדלת יתרות הנזילות לקראת הפירעונות הצפויים בשנים 2020-2021, ובהם תשלומי ה"בולט" של סדרות א' ו-ג' בשנת 2021. תרחיש הבסיס מניח כי לקראת תשלום ה"בולט" של סדרה א' (לא מובטחת), החברה תבצע, בין היתר, מימון מחדש לנכסי ה-HUD שלה. נכון ליום 31.03.2019, נכסים אלה משועבדים ב-LTV משוקלל של כ-35%. לקראת פירעון סדרה ג' (מובטחת במניות חברת הנכס של פרויקט Morningside), החברה צפויה לבצע מימון מחדש לנכס Morningside, וזאת לאחר אכלוס וייצוב של הנכס. בהקשר זה יצוין, כי במסגרת בחינת המימון מחדש של Morningside, מידרוג בחנה, בנוסף לפירעון הלוואת הליווי וסדרת אג"ח ג', גם את צרכי הנזילות העתידיים של החברה לפירעון התחייבויותיה כלפי משקיעי ה-EB-5. משיחות עם החברה עולה, כי יכולת המימון של הנכס אינה נפגעת כתוצאה מסכום זה ובהתאם, בהסתמך על המידע מהחברה, מידרוג אינה רואה בשלב זה סיכון משמעותי של מימון מחדש.

להלן לוח סילוקין של אגרות החוב של החברה ליום 31.03.2019:

תרשים 4: לוח סילוקין אג"ח, 31.03.2019



### לחברה היקף ייזום משמעותי בפרויקט Morningside הצפוי להסתיים בחודשים הקרובים

לחברה היקף ייזום משמעותי הנובע מפרויקט Morningside, הנמצא בשלבים אחרונים של הסבת הנכס למגורים להשכרה. שווי Morningside ליום 31.03.2019 מהווה כ-26% מסך המאזן לאחר התאמות מידרוג.

עם זאת, החברה צפויה לסיים את תהליך הפיתוח בחודשים הקרובים, כאשר קיבלה לאחרונה אישור אכלוס זמני (TCO) ל-42 יח"ד מתוך 50 יח"ד במבנה הראשון של הפרויקט, והחלה בהשכרתן. מידרוג לא צופה פרויקט ייזום משמעותי נוסף בטווח הקצר-בינוני.

בשלב זה, מידרוג אינה רואה השפעה לשלילה על פרופיל הסיכון של החברה מפעילות הייזום.



## מטריצת הדירוג

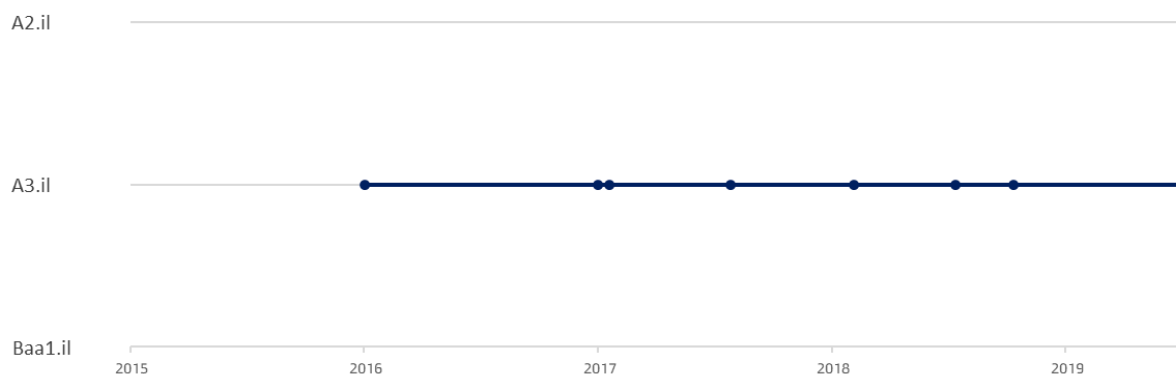
תחזית מידרוג		ליום 31.03.2019		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה <sup>[1]</sup>		
Aa.il	---	Aa.il	---	תחום פעילות וסביבה כלכלית	סביבת הפעילות
A.il	930-950	A.il	862	סך מאזן (מיליוני דולר)	פרופיל עסקי
A.il	---	A.il	---	איכות הנכסים, פיזור נכסים ושוכרים	
A.il	63%-60%	A.il	62%	חוב פיננסי נטו / CAP נטו	פרופיל פיננסי
Baa.il	3-6	Baa.il	3	היקף FFO (מיליוני דולר) <sup>[2]</sup>	
Ba.il	>46	Ba.il	>46	חוב פיננסי נטו / FFO <sup>[2]</sup>	
Ba.il	0%	Ba.il	0%	שווי נכסי לא משועבד / סך מאזן	
Baa.il	61%-60%	Baa.il	60%	חוב פיננסי מובטח / נדל"ן להשקעה	דירוג נגזר
A.il	100%-84%	A.il	84%	יתרות נזילות ומסגרות אשראי / שירות קרן חוב לא מובטח לשנתיים מייצגות	
<b>A3.il</b>				<b>דירוג בפועל</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 למונפיק בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק.  
[2] TTM

## 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, ינואר 2019](#)

[שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי - ספטמבר 2017](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

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

## מידע כללי

תאריך דוח הדירוג: 15.07.2019

התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג: 09.10.2018

התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה: 29.12.2015

שם יוזם הדירוג: Delshah Capital Limited

שם הגורם ששילם עבור הדירוג: Delshah Capital Limited

## מידע מן המנפיק

מידרוג מסתמכת בדירוגיה בין השאר על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

## סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa.il ועד Caa.il המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגורית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגורית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגורית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

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

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 וכאאלה 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 ביועץ 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 מוכח 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>