

Delshah Capital Limited

פעולת דירוג ומעקב | יולי 2017

אנשי קשר:

אילון גרפונקל, ראש צוות בכיר - מעריך דירוג ראשי
eylong@midroog.co.il

רובי ויניצקי, אנליסט - מעריך דירוג משני
Rubiv@midroog.co.il

רן גולדשטיין, סמנכ"ל - ראש תחום נדל"ן
rang@midroog.co.il

Delshah Capital Limited

אופק דירוג: יציב	A3.il	דירוג סדרות א' ו- ב'
אופק דירוג: יציב	A3.il (P)	דירוג סדרה ג

מידרוג מותירה על כנו דירוג סדרות א' ו-ב' A3.il באופק יציב.

בנוסף, מידרוג קובעת דירוג מותנה (Provisional-P) A3.il באופק יציב לאגרות חוב (סדרה ג') שתנפיק Delshah Capital Limited (להלן: "החברה") בסך של עד 70 מיליון \$ (260 מיליון ₪ ערך נקוב). לטובת אגרות החוב (סדרה ג') שיגויסו, החברה מתעתדת לשעבד את מניות חברת DS 30 Morningside Drive LLC (להלן: "חברת הנכס"), המחזיקה בפרויקט אשר נמצא בתהליך הסבה לכ-205 יח"ד להשכרה במנהטן בסמוך לאוניברסיטת קולומביה (להלן: "Morningside"). יצוין, כי הנכס עצמו משועבד בשעבוד ראשון למוסד פיננסי וצפוי להמשיך להיות משועבד.

דירוג ההנפקה מותנה במילוי התנאים המפורטים להלן בדוח דירוג זה, לרבות בקשר למבנה ההנפקה ורישום השעבוד לטובת מחזיקי אג"ח ג' כפי שצוין בשטר הנאמנות. כמו כן, הדירוג מותנה בשימוש בתמורת ההנפקה כאמור בשטר הנאמנות שהוצג למידרוג וכן בהשלמת קבלת הלוואת הליווי הבכיר לטובת בניית הנכס בהתאם למתווה שהוצג למידרוג.

אגרות החוב במחזור המדרוג על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
30.09.2021	יציב	A3.il	1137306	א'
30.09.2023	יציב	A3.il	1137314	ב'*

* לטובת סדרה ב' קיים שעבוד של מלוא זכויותיה של החברה (100%) בחברת Griffon Gansevoort Holdings LLC, אשר מחזיקה בנכס הנמצא ב- 55 Gansevoort, NY.

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה נתמך, בין היתר, בפורטפוליו נכסים יציב יחסית הכולל 14 נכסים מניבים בניו יורק (לחברה נכס נוסף בהקמה וכן הינה בעלת שטר חוב של הלוואה בגין נכס נוסף שנרכש לאחר תאריך המאזן) בשווי כולל של כ-673 מיליון דולר (בהתאם להערכות שווי, לרבות שווי הנכס 92 Second Ave), המושכרים בשיעור תפוסה משוקלל של כ-99%. יצוין, כי חלק ניכר מהנכסים המוזכרים לעיל ממוקם במנהטן באזורי ביקוש. כמו כן, חלק מנכסי החברה הינם נכסי HUD הממוקמים ב-Staten Island; שיעור ניכר מהכנסות החברה נובע מהכנסות שמתקבלות מממשלת ארה"ב בגין נכסי HUD באופן שתורם ליציבות ההכנסות ולפרופיל העסקי של החברה. בנוסף, לחברה חוזי שכירות ארוכים בנכסיה המסחריים. אף על פי כן, יצוין, כי קיימת החלשות מסיימת של ענף ההשכרה למסחר בארה"ב בשנה האחרונה; לחברה היקף הון עצמי יחסי איתנות ומינוף בולטים לחיוב ביחס לדירוג. נכון ליום 31.3.2017, ההון העצמי המיוחס לבעלי המניות הסתכם בכ-322 מיליון דולר (הון עצמי כולל זכויות מיעוט הסתכם בכ-334 מיליון דולר). נכון לתאריך זה, יחס החוב נטו ל-CAP נטו עומד על כ-50%. להערכת מידרוג, בעיקר לאור גיוס האג"ח והבנייה הצפויה של Morningside, צפויה שחיקה ביחסים אלו כך שהחוב ל-CAP נטו של החברה צפוי לעלות לטווח של 61%-57% בטווח הבינוני - ככל שלא יצברו רווחי שערך משמעותיים בחברה. יחסים אלו עדיין הינם בולטים לחיוב ביחס לדירוג. אולם, להערכת מידרוג, שמירה על יחסים אלו נדרשת, לאור הצפי להיקף התזרים השוטף הנמוך ויחסי הכיסוי האיטיים עד להתייצבות Morningside; שיעור ה-LTV הממוצע בנכסים המניבים המשועבדים (לא כולל את הזכויות בגין הנכס שמשועבדות לטובת אג"ח ב') עומד על כ-43% בלבד באופן התורם לגמישות הפיננסית. כמו כן, לחברה יתרות נזילות בהיקף סביר ביחס ללוח הסילוקין.

דירוג החברה מושפע לשלילה, מפיזור אשר איננו בולט ברמת היקף הנכסים. נכון למועד הדו"ח, לחברה קיימת תלות מסוימת בהכנסותיה מתחום ה-HUD, אולם פיזור השוברים המובנה בנכסים אלו (כ-114,1 יח"ד) ויציבות ההכנסות אשר ברובה מגיעה ממשלת ארה"ב ממתנים תלות זו; מהסיכון הקיים בגין ייזום Morningside אשר הינו מהותי מאוד ביחס להיקף הפעילות של החברה וחושף את החברה לסיכונים מימון וייזום מסוימים. יצוין, כי השלמת הגיוס בדוח דירוג זה, לצד חתימה על הסכם ליווי (ככל שיתרחש) ימתנו חלק מהסיכון הנ"ל לפחות בטווח הבינוני; לחברה היקף FFO נמוך ויחסי כיסוי איטיים ביחס לרמת הדירוג. המשך הבנייה של Morningside וכן הגיוס המדורג בדוח דירוג זה, צפויים להוביל להמשך המגמה המוזכרת לעיל לפחות עד להתייצבות הנכס. עם זאת, יש לציין, כי היקף ה-NOI המופק ממצבת הנכסים המניבה מצוי בצמיחה ועומד כיום על קצב של מעל 20 מיליון דולר לשנה לעומת כ-16 מיליון דולר וכ-13 מיליון דולר בשנים 2016 ו-2015 בהתאמה. האמור מיוחס בעיקר להנבה של נכסים בהם היו קיימים חוזים חתומים אך טרם הוכרה בנינם הכנסה עד לאחרונה, עד למועד כניסת חוזה; מחשיפת החברה להמשך שחיקת שע"ח של הדולר אל מול השקל בגין האג"ח השקלי של החברה. יצוין, כי החברה הציגה בפני מידרוג את כוונתה לגדר חלק מהחשיפה הנ"ל; מחשיפה מאזנית ותזרימית לירידת שווי הנכסים בטווח הקצר-בינוני עקב עליית ריבית צפויה בארה"ב, אשר עלולה להשפיע על עלייה של שיעורי ההיוון. חשיפה זו מתמתנת במידה מסוימת כתוצאה מהגידול הטבעי של שכ"ד הקיים, איכותם ומיצובם של הנכסים; מתלות בבעל השליטה אשר הינו בעל ערך משמעותי לפעילות החברה; מלוח סילוקין אשר כולל עומס פירעונות גבוה בשנים 2021 ו-2023 כתוצאה מתשלומי בולט של האג"ח. החשיפה הנ"ל מתמתנת במידה מסוימת כתוצאה מהגמישות הפיננסית של הנכסים המשועבדים ב-LTV נמוך ומהנכס הממוקם ב-55 Gansevoort אשר מניות החברה המחזיקה בו משועבדות לטובת אג"ח ב'.

הנכס המגבה הצפוי לטובת סדרה ג' מורכב מ-5 מבנים אשר שימשו בעבר כמשרדי בתי חולים. החברה החלה בפיוני המבנה, כאשר הסבת המבנים לטובת מגורים להשכרה צפויה להסתיים לפי דיווחי החברה בשנת 2019. לדברי החברה, בטרם שחרור כספי ההנפקה, תושלם חתימה על הסכם ליווי בנקאי בכיר לפרויקט באופן שיהווה סכום מספק (יחד עם ההון שהושקע, כספי 5-EB וכספי גיוס האג"ח) להשלמת בניית הפרויקט. יצוין, כי בהתאם לשטר הנאמנות הידוע למידרוג, תמורת ההנפקה תועמד על ידי החברה לחברת הנכס (הלואת Back to Back אשר תישא את אותם תנאי פירעון של אגרות החוב סדרה ג').

אף על פי שלטובת סדרה ב' קיים שעבוד ולטובת סדרה ג', כאמור, צפוי להיות שעבוד, להערכת מידרוג, שיעבדים אלו אינם מביאים להבדל בדירוג הסדרות.

תרחיש הבסיס של מידרוג מתחשב בעובדה, כי Morningside, עם השלמתו, צפוי לשמש כנכס מניב להשכרת יח"ד במנהטן. בתרחיש מידרוג, ה-NOI השנתי מהנכס, עלול להיות נמוך ביחס לצפי החברה. כמו כן מידרוג התחשבה בתרחישי רגישות לשווי הנכס העתידי ביחס לתחזיות החברה. כמו כן, במסגרת שיקולי הדירוג, מידרוג מתחשבת גם במקורות התזרים הנוספים של החברה, בין היתר, התזרים הפרמננטי והגמישות הנגזרת מהנכסים אשר חלקם משועבדים ב-LTV נמוך יחסית וכן בצרכי החברה לפירעונות סדרות א' ו-ב'; שמירה על יחסי מינוף בולטים לחיוב ביחס לרמת הדירוג וזאת בהתייחס לתרחישי רגישות ביחס לשווי הנכסים, יחס החוב נטו ל-CAP נטו צפוי לעמוד על בין 61%-57%; החברה טרם פרסמה מדיניות חלוקת דיבידנדים, אך בהתאם למדיניות כפי שהוצגה למידרוג ע"י החברה, ניתן לצפות לשיעור חלוקה משוער אשר עשוי להגיע עד לשיעור של כ-30% מסך ה-FFO המיוחס לחברה. להערכת מידרוג, חלוקת דיבידנדים בטווח הקצר עד לגידול התזרים הפרמננטי מהנכסים, ככל שתתרחש, הינה גורם אשר עשוי להשליך לשלילה על הדירוג; על פי הערכת מידרוג, בהתבסס על נתונים שנמסרו מהחברה, היקף ה-FFO ויחסי הכיסוי של החברה צפויים להיות איטיים ביחס לדירוג בטווח הבינוני; בהתאם למידע שהוצג ע"י החברה, מידרוג מצפה לשמירת נזילות וגמישות התואמת את רמת הדירוג; בהתאם לדברי החברה, מידרוג מצפה, כי החברה תגדר חלק מהחשיפה הקיימת להמשך שחיקת שע"ח של השקל אל מול הדולר ובפרט לכלל הסכום של סדרות ב' ו-ג'. יש לציין, כי דירוג החברה מסתמך על נתונים 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 רווחיות, הון עצמי, מינוף החברה וכדומה.

Delshah Capital Limited - נתונים פיננסיים עיקריים, באלפי דולר**

31.12.2014	31.12.2015	31.03.2016	31.12.2016	31.03.2017	אלפי דולר ארה"ב
21,688	23,743	6,261	26,498	8,383	סה"כ הכנסות
9,611	12,922	3,437	15,991	5,508	NOI
7,947	10,802	2,422	12,616	4,752	EBITDA ללא שערות
37%	45%	39%	48%	57%	שיעור EBITDA מהכנסות
49,338	66,243	112	12,657	-1,030	הכנסות מעליית ערך נדל"ן להשקעה
47,220	66,705	3,213	15,027	-5,429	רווח כולל
166,008	200,973	265,197	339,657	353,144	חוב פיננסי
8,004	1,805	20,660	17,682	18,254	יתרת נדילות
158,004	199,168	244,537	321,975	334,890	חוב פיננסי נטו
388,055	498,255	565,794	679,317	687,770	CAP
380,051	496,450	545,134	661,635	669,516	CAP נטו
394,284	506,398	572,138	686,541	693,564	סך מאזן
376,400	496,659	498,459	652,649	658,113	נדל"ן להשקעה ובהקמה
211,458	286,361	289,534	327,131	322,566	הון עצמי מיוחס לבעלי מניות
222,047	297,282	300,597	339,660	334,626	הון עצמי זכויות מיעוט
43%	40%	47%	50%	51%	חוב ל-CAP
42%	40%	45%	49%	50%	חוב נטו ל-CAP
56%	59%	53%	49%	48%	הון למאזן
-1,917	1,567	5,720	2,493	-130	* FFO
שילי	128		136		חוב ל-FFO
שילי	127		129		חוב נטו ל-FFO

* ה-FFO עלול להיות מושפע לשלילה בגין תשלומי אג"ח חצי שנתיים שחלו ברבעון הראשון של שנת 2017. ** בדוחות קודמים שפורסמו על ידי מידרוג עשויים להיות סעיפים שעברו התאמות מסוימות לדוחות הכספיים על פי מידע שנמסר מהחברה ולכן עשויים להיות שינויים מסוימים בחלק מהנתונים הפיננסיים ביחס לדוחות עבר.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

פורטפוליו נכסים הכולל, נכסים באזורי ביקוש וכן נכסי HUD שחלק ניכר מהכנסות בגין נובעות מממשלת ארה"ב, משפיעים

לחיוב על הפרופיל העסקי בחברה; פרויקט Morningside מגדיל את חשיפת החברה לסיכונים ייזום ואת תלותה בנכס בודד

נכון למועד הדו"ח, מצבת הנכסים של החברה כוללת 14 נכסים מניבים בניו יורק (לחברה נכס נוסף בהקמה וכן הינה בעלת שטר חוב של הלואה בגין נכס נוסף שנרכש לאחר תאריך המאזן) בשווי כולל של כ-673 מיליון דולר (בהתאם להערכות שווי, לרבות שווי הנכס 92 Second Ave). כמו כן, בחודש יוני 2016 השלימה החברה רכישה של נכס נוסף בניו יורק ברחוב 30 Morningside Drive הכולל חמישה מבנים אשר ייעודם דיור להשכרה (205 יח"ד). תכניות החברה, על פי הודעותיה, הינן שיפוץ פנימי של הנכס ולא הריסה ובניה מחדש של המבנה, שווי הנכס נכון ליום 31.03.2017, עומד על כ-140 מיליון דולר. יש לציין, כי רכישת הנכס מגדילה באופן מסוים את חשיפת החברה לתלות בנכס בודד וחושפת את החברה לסיכונים מיוזום וייזום מסוימים. עם זאת, תכנית החברה, כפי שנמסרו למידרוג, הינן להשלים את מימון הנכס עם גיוס אג"ח וחתומה על הלואות ליווי בכירה בהיקף מספק לצורך השלמת מימון בניית הנכס. כמו כן, החברה פועלת, להמשך גיוס כספי 5-EB (עד כה החברה גייסה כ-11.5 מיליון דולר) וכן למכור זכויות להחזר מס בגין הפרויקט. יצוין, כי מימון רכישת הנכס נעשה באמצעות הונה העצמי של החברה, המחאת פיקדון ששילם בעל השליטה בסכום של כ-19 מיליון דולר (מתוכם כ-11 מיליון דולר כתרומת הון וכ-8 מיליון דולר כהלואות בעלים אשר צפויים להיות מוחזרים באופן חלקי עם שימוש בכספי הגיוס) ועל ידי מימון בנקאי בסך של כ-77.5 מיליון דולר (סך עלות רכישה הסתכמה בכ-111.5 מיליון דולר).

בבעלות החברה שלושה מתחמים מסוג HUD בסטטן איילנד הכוללים 8 בניינים ו-1,114 יח"ד. הזכאות להיכלל בתוכנית ניתנת לרוב לשוכרים אשר הכנסתם השנתית המתואמת (לגודל והרכב המשפחה) אינה עולה על 80% מההכנסה החציונית באזור. בשל שיעור ההשתתפות הגבוה של הממשלה בשכ"ד, נכסים אלו מאופיינים ברשימת המתנה ארוכה של שוכרים פוטנציאליים ושיעורי תפוסה

של כ-99%. תכניות אלו מביאות לכך ששיעור תחלופת השוכרים נמוך מאוד, באופן התומך בנראות התזרימית, לביקוש ולתחרותיות של כל יח"ד.

כמו כן, לחברה 7 נכסים מניבים מעורבים בניו יורק הכוללים שטחי מסחר ו-129 יח"ד להשכרה (עיקר היחידות מושכרות בשכירות שוק חופשי) ובנוסף, 4 נכסים מניבים מסחריים. יש לציין, כי ברוב השטחים המושכרים למסחר קיימת עלייה מובנית בחוזי השכירות אשר עומדת לרוב על כ-3% בשנה וחלק ניכר מהחוזים הינם חתומים לטווח ארוך, לרבות חוזה עם חברת עיצוב הבית Restoration Hardware (חוזה ל-15 שנים) ועם חברת האופנה Madewell (חוזה ל-10 שנים). חוזים אלו צפויים לתרום לגידול בהכנסות בטווח הקצר והבינוני ולמיצוב הנכסים. יצוין, כי רוב נכסי החברה ממוקמים באזורי ביקוש מרכזיים בעיר ניו יורק לרבות SOHO ו-Meatpacking. יחד עם זאת, יש לציין, כי פיזור החברה ברמת מספר הנכסים ובתלות הקיימת בנכסים מרכזיים איננו בולט לחיוב לרמת הדירוג ובייחוד בעקבות רכישת Morningside. כמו כן, יצוין, כי שוק ההשכרה למסחר חווה האטה בשנה האחרונה לאור סגירת חנויות רבות והתגברות התחרות מצד הרכישות במסגרת e-commerce. לצד זאת, נכסי החברה בתחום המסחר מושכרים בחוזי שכירות ארוכים יחסית.

יחסי איתנות בולטים לחיוב ביחס לדירוג

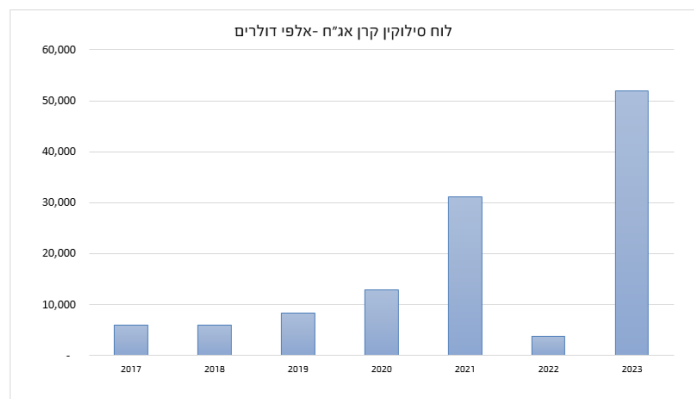
נכון ליום 31.03.2017, ההון העצמי המיוחס לבעלי המניות הסתכם בכ-322 מיליון דולר (ההון עצמי כולל זכויות מיעוט הסתכם בכ-334 מיליון דולר), יחס ההון למאזן עומד על כ-48% יחס החוב ל-CAP עומד על כ-50%. כאמור, להערכת מידרוג, בהתייחס להמשך הבנייה של Morningside וכן בהתחשב בתרחישי רגישות שונים, יחס המינוף של החברה צפוי לעלות, כך שיחס החוב ל-CAP הצפוי הינו בטווח של 61%-57%. גם היחס המוזכר לעיל צפוי לבלוט לחיוב ביחס לדירוג. בהקשר זה נציין, כי איכות הנכסים ומיקומם עשויים לסייע במקרה הצורך למימוש/למימון מחדש, שכן אזורי הפעילות מאופיינים בחלקם בהיותם אזורי ביקוש.

היקף FFO נמוך ויחסי כיסוי איטיים משפיעים לשלילה על פרופיל הסיכון של החברה

לחברה יחסי כיסוי איטיים והיקף FFO אשר איננו בולט לחיוב ביחס לדירוג. אף על פי שהיקף ה-NOI צפוי לעלות למעל 20 מיליון דולר לשנה לעומת כ-16 מיליון דולר בשנת 2016, הצמיחה ב-FFO צפויה להיות מתונה יותר בשל הריבית שתשולם בגין סדרה ג' בהתייחס לכך ש-Morningside לא צפוי להפיק הכנסות שכ"ד עד לשנת 2019. לפיכך, להערכת מידרוג, יחסי הכיסוי של החברה צפויים להיות יותר איטיים ביחס לרמת הדירוג לפחות בטווח הבינוני.

גמישות ונזילות אשר תורמים ליכולת פירעון החוב של החברה

נכון למועד הדו"ח, גמישות החברה נובעת בעיקר משיעור מינוף נמוך בנכסיה המניבים והמשועבדים (כ-43%). נכון ליום 31.03.2017, היקף יתרות הנזילות של החברה מסתכם בכ-18 מיליון דולר (יצוין, כי החברה השקיעה הון של כ-5 מיליון דולר ברכישת החוב בשני הנכסים והבעלות באחד מהם לאחר תאריך המאזן). פירעון קרן האג"ח של החברה בשנים 2017-2018 עומד על כ-6 מיליון דולר בשנה וסכומים גבוהים יותר לאחר מכן כאשר היקף הפירעונות הגבוה ביותר הינו בשנים 2021 ו-2023. כמו כן, יצוין, כי תרחיש הבסיס מניח השקעות נוספות בנכסים קיימים ואפשרות לרכישת נכסים נוספים גם כן. יש לציין, כי לטובת סדרה ב' הנפרעת בשנת 2023 קיים שעבוד של מלוא זכויותיה של החברה (100%) בחברת Griffon Gansevoort Holdings LLC אשר מחזיקה בנכס הנמצא ב-55 Gansevoort, NY אשר שוויו, בהתאם להערכת שווי של החברה, נכון ליום 31.03.2017, מסתכם בכ-77 מיליון דולר. לאור הנזילות הקיימת והגמישות הפיננסית מהנכסים, לחברה גמישות ונזילות טובות ביחס לרמת הדירוג, אשר תורמות ליכולת פירעון החוב.



אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

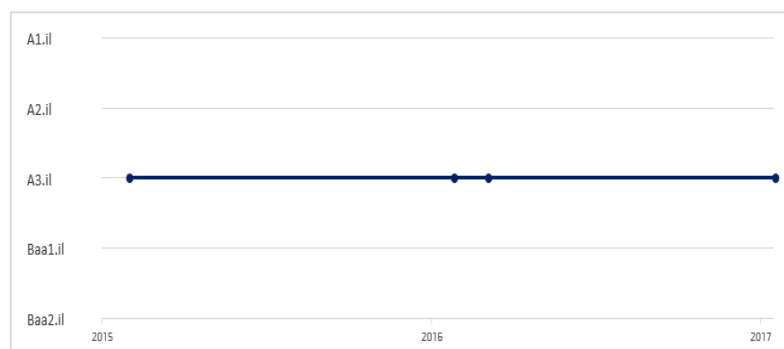
- ◀ גידול מהותי בהיקף ה-FFO ושיפור משמעותי ביחסי הכיסוי
- ◀ גידול משמעותי בהיקף פעילות החברה
- ◀ הקטנת החשיפה לייזום והתלות בפרויקט Morningside

גורמים אשר יכולים להורדת הדירוג:

- ◀ שחיקה משמעותית ביחסי המינוף מעבר לתרחיש הבסיס
- ◀ הקטנת היקף הגמישות הפיננסית של החברה
- ◀ הגדלת פרופיל הסיכון בגין פעילות הייזום ובפרט בגין פרויקט Morningside

אודות 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). בעל השליטה בחברה הינו מר מייקל שהה, המחזיק (לרבות אחזקות של משפחתו) במלוא (100%) הון המניות של החברה. החברה מחזיקה ב- 14 נכסי נדל"ן מניבים בניו יורק (מלבד נכס אחד בשיעור החזקה של 100%), הכוללים נדל"ן מסחרי ונדל"ן למגורים להשכרה. כמו כן, החברה מחזיקה בנכס בהקמה למגורים להשכרה בניו יורק.

היסטוריית דירוג**דוחות קשורים**

[Delshah Capital Limited - פעולת דירוג - ינואר 2017](#)

[דירוג חברות נדל"ן מניב - פברואר 2016](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

23.07.2017	תאריך דוח הדירוג:
15.01.2017	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 קטגורית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגורית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגורית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

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

למידרוג יש זכויות יוצרים במסמך זה, לרבות בפסקה זו, והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל, לתרגם או להציג מסמך זה למטרה כלשהי, מסחרית או אחרת, ללא הסכמת מידרוג מראש ובכתב.

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

דירוגי מידרוג ו/או פרסומיה הנם בגדר חוות דעת סובייקטיביות, הנכונים למועד פרסומם (וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו) ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, ביחס להתחייבויות אשראי, לחובות ו/או למכשירים פיננסיים דמויי חוב. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של 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 יקוט זהירות ראויה ויבצע את כל הבדיקות המתאימות והנדרשות בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך, על מנת להעריך בעצמו את הכדאיות של כל השקעה בכל מכשיר פיננסי שהינו שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. על כל משקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכה להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו ועל ידי כל משקיע, ובהתאם לכך, כל משתמש במידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה ו/או באמור במסמך זה וכל משקיע חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מניפק, ערב, אגרת חוב או מכשיר פיננסי אחר שבכונתו להחזיק, לרכוש או למכור. "משקיע" - משקיע במכשיר פיננסי שנקבע לגביו דירוג או במכשיר פיננסי של תאגיד מדורג.

כל המידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה, ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמינים, ובין השאר על ידי הישות המדורגת, מידרוג איננה אחראית לנכונותו והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת בכל האמצעים הסבירים להבנתה כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה אמינים, לרבות תוך הסתמכות על מידע שהינה מקבלת מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וכאשר הדבר מתאים, אולם מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע.

סקירות כלליות אשר מפורסמות על ידי מידרוג אינן מיועדות לשמש לשם הערכה של השקעה כלשהי, אלא לשם העברת ידע כללי ו/או נתונים המצויים בחזקת מידרוג, במגבלות האמור לעיל לגבי המידע ששימש בהכנתן. אין באמור בסקירות אלה כדי להוות חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בסקירה כללית ולשנות את עמדתה לגבי האמור בה בכל עת. אין לראות, להתייחס או להסתמך על האמור בסקירה כללית כאל חוות דעת או ייעוץ מכל סוג שהוא. סקירה כללית איננה מהווה חלק מהמתודולוגיה המקצועית של מידרוג, היא משקפת את דעתו האישית של כתוב המסמך ואיננה משקפת בהכרח את דעתה של מידרוג.

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

מידרוג מצהירה בזאת, שרוב המנפיקים של המכשירים הפיננסיים המדורגים על ידה או שבקשר עם הנפקתם נערך הדירוג, התחייבו לשלם למידרוג עבור הדירוג, טרם ביצוע הדירוג. מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס Moody's (להלן: "מודי'ס"), המחזיקה ב-51% ממניות מידרוג. יחד עם זאת, תהליכי הדירוג של מידרוג הינם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית בשיקול דעתה ובהחלטותיה.

דירוג שמידרוג הנפיקה עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>. כמו כן, ניתן לפנות לאתר לשם קבלת מידע נוסף על נהלי מידרוג ו/או על עובדות ועדת הדירוג שלה.