

אספן גרופ בע"מ

מעקב | ספטמבר 2018

אנשי קשר:

אורית תשובה, אנליסטית בכירה- מעריכת דירוג ראשית

orit.teshuva@midroog.co.il

דור מאיר, אנליסט- מעריך דירוג משני

dor.m@midroog.co.il

רן גולדשטיין, סמנכ"ל- ראש תחום נדל"ן

rang@midroog.co.il

אספן גרופ בע"מ

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

מידרוג מותירה על כנו דירוג A3.il לאגרות חוב (סדרות ו' ו-ז') שהנפיקה אספן גרופ בע"מ. אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
סדרה ו'	3130291	A3.il	יציב	31/12/2023
סדרה ז'	3130333	A3.il	יציב	30/06/2027

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה נתמך, בין היתר, בפיזור גאוגרפי של מצבת הנכסים המניבים, הממוקמים במספר מדינות (ישראל, גרמניה, הולנד ושווייץ), המאופיינות, ביציבות כלכלית ובעלות רמות דירוג גבוהות; מפיזור נכסים ההולם את רמת הדירוג; משיעור תפוסה משוקלל של כ-93%; ממימוש נכסים אשר להערכת החברה מיצו את פוטנציאל ההשבחה שלהם לרבות מכירת האחזקות במערכות ייצור החשמל, המסייע מחד לשמירה על נזילות ולשיפור יחסי המינוף של החברה, לרבות מיקוד עסקי, לאחר השלמת מכירת הסולאר צפוי בטווח המידי, קיטון ב-NOI השוטף המופק מישראל; ממימוש אסטרטגיית החברה לרכישת נכסים בעלי ריבוי שוכרים, כך, במהלך השנים 2017 ו-2018 רכשה החברה מספר נכסים בהולנד (להלן: "עסקת גלקסי"), אשר רובם מאופיינים בריבוי שוכרים; מפעולות החברה לפיתוח והרחבת הנהלות מקומיות של נכסים הממוקמים בחו"ל; מגידול בהיקף הנכסים הפנויים משעבוד, ושיפור ביחסי הגמישות של החברה לצד שיפור בנזילות תוך הפחתת עומס הפירעונות של אגרות החוב לאור פעולות שהחברה ביצעה להחלפת סדרות; משיפור באיתנות החברה כך שנכון ליום ה- 30.06.2018 היקף ההון העצמי המיוחס לבעלים עומד על כ-550 מ' ש' לעומת כ-500 בתקופה המקבילה אשתקד. בנוסף חל גידול בהיקף ההון העצמי וזכויות המיעוט, כך, נכון ליום ה- 30.06.2018 היקף ההון העצמי וזכויות המיעוט הינו כ-729 מ' ש' זאת לעומת כ-557 מ' ש' בתום התקופה המקבילה אשתקד ויחס חוב מתואם נטו ל-CAP מתואם נטו הינו כ-66% (בהתחשב בחלקה היחסי של אספן בעסקת גלקסי). לעומת כ-68% בתום התקופה המקבילה אשתקד. תרחיש הבסיס של מידרוג מניח איחוד יחסי של עסקת גלקסי, לאור היותה עסקה משמעותית בהיקפה וריבוי חלק המיעוט בעסקה. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, יחסי חוב מתואם נטו ל-CAP מתואם נטו צפויים לנוע בטווח של 63%-66%, יחסים ההולמים את רמת הדירוג; בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, יחסי הכיסוי צפויים לנוע בטווח של 24-29 שנים.

דירוג החברה מושפע לשלילה מפיזור שוכרים חלש ביחס לרמת הדירוג לאור מספר נכסים בהם שוכר יחיד. יחד עם זאת, לחברה מעל 250 שוכרים; העדר טרק רקורד בנוגע ליכולת החברה להשכיר מחדש את מרבית הנכסים בחו"ל, מכיוון שחלק ניכר מנכסים אלו נרכשו עם חוזה שכירות ארוך. יחד עם זאת, סיכון זה יתמתן ככל והחברה תמשיך להראות יכולת השכרה מחדש בנכסיה בדומה להשכרה מחדש של נכס בהולנד לחברת "טימברלנד", עליה החברה דיווחה במהלך חודש ספטמבר 2018; מהיקף תזרים שיורי, (חלק חברה בתזרים השוטף לאחר אמורטיזציה של ההלוואות הבנקאיות) ביחס להיקף האג"ח, הנמוך ביחס לרמת הדירוג.

תרחיש הבסיס של מידרוג מניח מימוש של מספר נכסים נוספים, בעיקר בישראל, לרבות הפעילות הסולארית ורכישה של נכסים נוספים בחו"ל. תרחיש הבסיס של מידרוג מניח כי לאור מאפייניהם של ההלוואות שהתקבלו מבעלי זכויות שאינן מקנות שליטה, החוב הפיננסי אינו כולל הלוואות אלה וכי הן מתווספות להיקף ההון וזכויות המיעוט של החברה, בהתאם לכך חושב גם היקף ה-CAP (החוב המתואם הינו סך ההתחייבויות הפיננסיות של החברה בנטרול הלוואות שהתקבלו מבעלי זכויות שאינן מקנות שליטה, להלן: "החוב המתואם", "הון מתואם" ו-"CAP מתואם") לאור היות עסקת גלאקסי משמעותית בהיקפה וריבוי זכויות המיעוט בעסקה זו, בתרחיש הבסיס של מידרוג חושבו היחסים הפיננסיים והיקפי החברה בהתאם לחלקה היחסי של אספן מהנכסים שנרכשו בעסקת גלקסי בלבד (כ-33%). תרחיש הבסיס מניח יציבות בהיקף ה-NOI, והיקף ה-FFO בטווח הזמן הקצר של כ-60-70 מ' ש' (באיחוד יחסי של עסקת גלקסי). לאור זאת, תרחיש הבסיס של מידרוג מניח כי יחס החוב המתואם נטו ל-FFO נטו צפוי לנוע על כ-24-29

שנים (באיחוד יחסי של עסקת גלקסי). בנוסף, בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג יחס החוב המתואם נטו ל-CAP מתואם נטו צפוי לנוע בטווח של כ- 66%-63%.

אספן גרופ בע"מ - נתונים עיקריים מאוחדים

31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	30/06/2017	30/06/2018	30/06/2018 בנטרול חלק השותפים בעסקת גלקסי	נתונים פיננסיים עיקריים אלפי ₪
144,207	142,071	137,317	68,306	85,225		NOI
141,717	142,846	136,499	67,793	85,189		סה"כ רווח גולמי
74%	301%	70%	72%	70%		שיעור רווח גולמי
132,406	133,620	122,667	62,718	75,265		EBITDA
69%	281%	63%	67%	62%		שיעור EBITDA מהכנסות
58,896	16,544	40,825	10,899	16,748		שינוי בשווי ההון של נדל"ן להשקעה
64,946	61,959	65,296	27,126	44,209		רווח לפני מס
50,358	50,188	68,598	35,406	35,779		רווח נקי (לאחר מס)
1,765,303	1,697,989	1,879,741	1,626,267	2,014,601	1,815,084	חוב פיננסי מתואם*
1,835,537	1,760,740	2,055,056	1,684,186	2,226,557	1,910,470	חוב פיננסי
130,565	187,928	173,208	170,436	227,695	213,099	יתרות נזילות
1,634,738	1,510,061	1,706,533	1,455,831	1,786,906	1,601,985	חוב פיננסי מתואם נטו
2,393,674	2,349,643	2,815,283	2,290,002	3,020,300	2,627,044	Cap מתואם**
2,263,109	2,161,715	2,642,075	2,119,566	2,792,605	2,413,945	Cap מתואם נטו
2,141,712	2,013,800	2,508,989	1,964,393	2,623,065	NR	נדל"ן להשקעה ורכוש קבוע
445,548	461,488	538,401	484,604	552,515	552,515	הון בעלים
572,447	590,554	878,641	615,448	940,610	746,871	הון עצמי וזכויות מיעוט- מתואם***
502,213	527,803	703,326	557,529	728,654	651,485	הון עצמי וזכויות מיעוט
2,470,051	2,418,493	2,897,471	2,371,243	3,110,316	NR	סך מאזן
23.2%	24.4%	30.3%	26.0%	30.2%		הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן
73.7%	72.3%	66.8%	71.0%	66.7%	69.1%	חוב מתואם ל-CAP מתואם
72.2%	69.9%	64.6%	68.7%	64.0%	66.4%	חוב מתואם נטו ל-CAP מתואם נטו
57,088	66,979	46,966	34,968	37,759	NR	FFO
3092%	2535%	4002%	NR	NR	NR	חוב ל- FFO
28.64	22.55	36.34	NR	NR	NR	חוב נטו ל- FFO

* החוב המותאם- הינו תחשיב מידרוג לסך החוב הפיננסי בנטרול הלוואות שהתקבלו מבעלי זכויות שאינן מקנות שליטה CAP מתואם- תחשיב מידרוג הלוואות בחשבון את החוב המתואם והון עצמי וזכויות מיעוט מתואם *** הון עצמי וזכויות מיעוט מתואם - הינו תחשיב מידרוג להון העצמי וזכויות המיעוט הכולל הלוואות שהתקבלו מבעלי זכויות שאינן מקנות שליטה ובעלות מאפיינים של הון

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

מצבת נכסים מניבים הנמצאת במגמת גידול ובעלת שיעורי תפוסה גבוהים ופיזור גאוגרפי ונכסי גבוה, לצד העדר פיזור שוברים משמעותי, והעדר יכולת מוכחת בהשכרה מחדש של הנכסים בחו"ל

לחברה מצבת נכסים מפוזרת על פני מספר מדינות: ישראל, הולנד, שווייץ וגרמניה כאשר הפעילות בחו"ל תורמת את חלק הארי להיקף ה- NOI. שיעורי התפוסה בנכסים גבוהים ועומדים על כ- 93% נכון ל- 30.06.2018. מצבת הנכסים של החברה נמצאת במגמת גידול, כאשר ברבעון האחרון של שנת 2017 ובתחילת שנת 2018, רכשה החברה 9 נכסים בהולנד כאשר רובם מאופיינים בריבוי שוברים. במקביל, כפי שצוין לעיל, החברה מממשת נכסים אשר להערכתה מיצו את הפוטנציאל, בעיקר בישראל ובגרמניה אך בסה"כ נרשם גידול בנכסי החברה ובתזרים המתקבל מהנכסים (ברמת הדוחות המאוחדים, כולל חלק השותפים). חלק משמעותי מנכסי החברה בחו"ל מאופיינים במיעוט שוברים, המשפיע לשלילה על הפרופיל העסקי של החברה. יש לציין כי מכיוון שחלק ניכר מנכסים אלו נרכשו עם חוזה שכירות ארוך יחסית, טרם נבחנה יכולתה של החברה בהשכרה מחדש. בהמשך לכך, ובשל העדר פיזור שוברים

בנכסים אלה, להערכת מידרוג, קיימת חשיבות לבחינת היקף החוזים המסתיימים בכל שנה וזאת בפרט ביחס למועד המימון מחדש של ההלוואות בגינם. כך, מפילוח לפי מועד סיום החוזים בהתאם ל-NOI המתקבל מהדיירים, עד שנת 2021 מסתיימים חוזים שתורמים כ- 12% מהיקף ה- NOI כמו כן, כ-51% מה- NOI בחו"ל נובע מחוזים המסתיימים לאחר שנת 2023. בהתאם להערכת החברה, ובהתאם לחוזי שכירות תומכים, מתוך הסכום המצוין לעיל, מצבת הנכסים בחו"ל צפויה לייצר NOI בהיקף של כ-136 מיליון ₪ לשנה (ברמת הדוחות המאוחדים, הכולל את חלק השותפים), אשר בטווח הקצר ובטווח הבינוני אף צפוי לעלות. יחד עם זאת, נציין כי קיימים מספר נכסים אותם החברה מאחדת באופן מלא בספרים, אם כי היא אינה מחזיקה בהם שיעורים גבוהים, בפרט הנכסים שנרכשו בעסקת גלקסי בהם מחזיקה החברה בכ-33%, ומהווים חלק משמעותי מהיקף ה- NOI. נציין לחיוב כי בעסקה זו החברה היא המנהלת של הנכסים ועל כן זכאית לתשואה עודפת מהנכסים. נציין כי, מידרוג בוחנת את היקפי החברה ביחס לחלקה היחסי של החברה בהיקף ה- NOI מהנכסים שנרכשו בעסקת גלקסי, בהתאם לשיעור האחזקה בנכסים. החברה נמצאת בתהליך של מימוש נכסים אשר להערכתה מיצו את פוטנציאל ההשבחה שלהם. יחד עם זאת, לדברי החברה, היא פועלת להגדיל את מצבת הנכסים המניבים בנכסים בעלי פיזור שוכרים גבוה, ופוטנציאל השבחה.

בנוסף לנכסי הנדל"ן המניב, לחברה אחזקה במערכות לייצור חשמל בטכנולוגיה פוטו-וולטאית, בעיקר בישראל, נכסים אלה צפויים לייצר, לפי הערכות החברה, רווח גולמי שוטף (לפני פחת) בהיקף של כ-20 מיליון ₪ בשנת 2018. במהלך שנת 2017 מכרה החברה כ-49% מההון המונפק והנפרע של חברת אספן סולאר בע"מ, בתמורה לכ-55 מ' ₪. ככל ובמהלך 2019 תמומש האופציה למכירת אחזקותיה בפעילות זו בתמורה לכ-55 מ' ₪ נוספים. ככל ותמומש, מכירת הפעילות הסולארית צפויה להשפיע לשלילה על היקף ההכנסות אך מנגד בשל היקף החוב הקיים בגין הפעילות, ובהתאם לרווח הצפוי מהעסקה אשר וע"פ דיווחי החברה צפוי לתרום עוד כ-13 מ' ₪ בגין מימוש האופציה, השלמת העסקה תורמת לחיזוק האיתנות הפיננסית של החברה ולמיקוד העסקי של החברה.

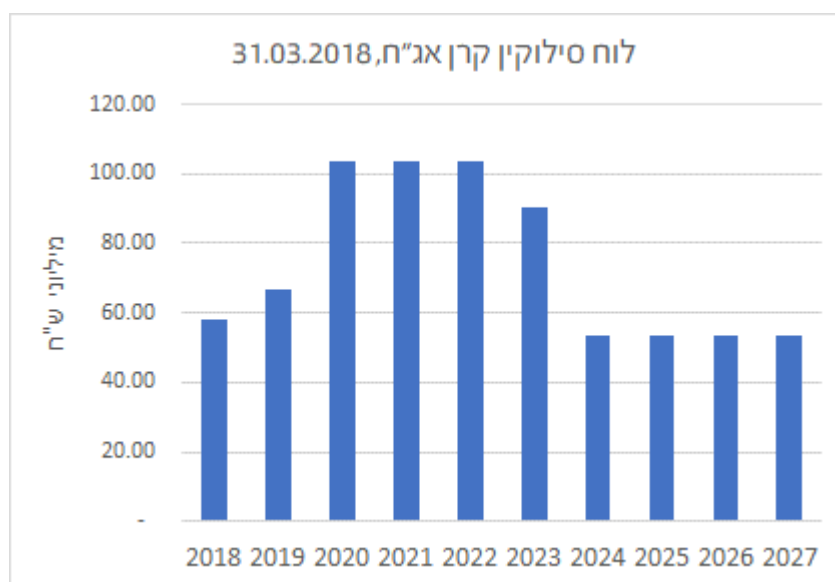
החברה מציגה שיפור ביחסי האיתנות, התורם לחיוב לפרופיל הפיננסי של החברה לצד יציבות ביחסי הכיסוי, ובהיקף ה- FFO, ההולמים לרמת הדירוג

בהתאם לתחזית החברה ובהתאם לגילום שנתי של תוצאות הדוחות הכספיים ליום ה- 30.06.2018, צפוי גידול משמעותי בהיקף ה- FFO, הצפוי לעמוד בשנת 2018 על כ-89 מ' ₪ ברמת הדוחות המאוחדים, הכולל את חלק השותפים. זאת בעיקר לאור גידול בהיקף הנכסים ובפרט כתוצאה מרכישת 9 נכסים בהולנד בסוף שנת 2017 ותחילת 2018. כפי שצוין לעיל, רכישה משמעותית זו נעשתה יחד עם שותפים כאשר החברה מאחדת את התוצאות הכספיות מהנכסים בדוחותיה הכספיים. לאור ריבוי חלק שותפים בנכסי החברה, תרחיש הבסיס של מידרוג בוחן את היקפי החברה ויחסיה הפיננסיים בהתייחס לחלקה היחסי של אספן בהחזקה בנכסים בעסקת גלקסי. כמו כן, תרחיש הבסיס מניח ירידה מסוימת בהיקף ה- FFO במהלך שנת 2020 כתוצאה ממכירת המערכות הסולאריות ככל ותתרחש במהלך שנת 2019. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, המתייחס לחלקה היחסי של אספן בנכסים בעסקת גלקסי, היקף ה- FFO צפוי לנוע בטווח של 60-70 מ' ₪ (באיחוד יחסי של עסקת גלקסי). לאור זאת, תרחיש הבסיס של מידרוג מניח יחסי הכיסוי חוב מתואם נטו ל- FFO אשר צפוי לנוע בטווח של 29-24 שנים (באיחוד יחסי של עסקת גלקסי) יחסים ההולמים ביחס לרמת הדירוג. משיפור באיתנות החברה כך שנכון ליום ה- 30.06.2018 היקף ההון העצמי עומד על כ-550 מ' ₪ לעומת כ-500 בתקופה המקבילה אשתקד ויחס חוב מתואם נטו ל- CAP מתואם נטו הינו כ-66% (בהתחשב בחלקה היחסי של אספן בעסקת גלקסי), לעומת כ-68% בתום התקופה המקבילה אשתקד. שיפור זה ביחסי האיתנות נובע, בין היתר, מרווחיות בגין מכירת הפעילות הסולארית, הקטנת החוב פיננסי של החברה ומימוש מניות באוצר שבוצע במהלך שנת 2017. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, המניח, בין היתר, איחוד יחסי בגין עסקת גלקסי יחס חוב נטו ל- CAP נטו צפוי לנוע בטווח של 66%-63%, יחסים המהווים שיפור ביחס לשנים קודמות ואף טובים ביחס לרמת הדירוג.

גמישות פיננסית מסוימת הנובעת מגידול בהיקף נכסים לא משועבדים, לצד נזילות פיננסית הולמת ביחס לצרכי שירות

האג"ח ולוח סילוקין הפרוס בצורה נוחה

נכון ליום 30.06.2018, לחברה יתרת נזילות של כ- 140 מיליון ש"ח בדוח סולו. פירעון האג"ח עומד על כ-58 מ' ש"ח ו-67 מ' ש"ח, בשנת 2018 ובשנת 2019, בהתאמה, זאת לאחר ביצוע החלפת סדרות ע"י החברה אשר הביאה לפריסה נוחה יותר של לוח הסילוקין. בנוסף, האמורטיזציה השנתית של ההלוואות הבנקאיות עומדת על כ- 50 מ' ש"ח בכל שנה (פירעון שוטף בלבד, לא כולל פירעון סופי של הלוואות "בולט"). המקורות לשירות ההתחייבויות האמורות כוללים, בין היתר, את יתרת הנזילות, התזרים הפרמננטי (אף על פי שלאחר אמורטיזציה בנקאית ודיבידנד מדובר בסכום אשר אינו גבוה ביחס לחלויות האג"ח) וכן מימוש נכסים והמערכות הסולאריות. לפיכך, להערכת מידרוג, נזילות החברה הינה מספקת ביחס לחלויות השוטפות, לטווח הבינוני. להערכת מידרוג, הגמישות הפיננסית השתפרה בשל שחרור מרבית הנכסים בישראל משעבוד, והולמת ביחס לדירוג. כמו כן, קיימת גמישות נוספת לאור שיעור ה- LTV של כ- 55% בנכסים בחו"ל, הבולט לחיוב לרמת הדירוג. להלן לוח הסילוקין של אג"ח החברה (סדרות ו' ו-ז') נכון ליום ה- 30.06.2018:



אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור משמעותי ביחסי האיתנות הפיננסית, כך שיחסי האיתנות, אף בהתאם לחלקה היחסי של אספן בנכסים, חוב פיננסי מתואם נטו ל- CAP מתואם נטו, יהיה נמוך לאורך זמן מ- 64% לצד גידול משמעותי בהיקף ההון עצמי המיוחס לבעלים.
- המשך גידול בהיקפי הפעילות והגדלת הפיזור, תוך שיפור בתזרים הפרמננטי וביחסי הכיסוי, כך שיחסי הכיסוי, בהתאם לחלקה היחסי של אספן בנכסים, יהיו מהירים מ-25 שנים.
- שיפור משמעותי נוסף בגמישות הפיננסית, והוכחת יכולת השבחת נכסים והחלפת שוברים בחו"ל.

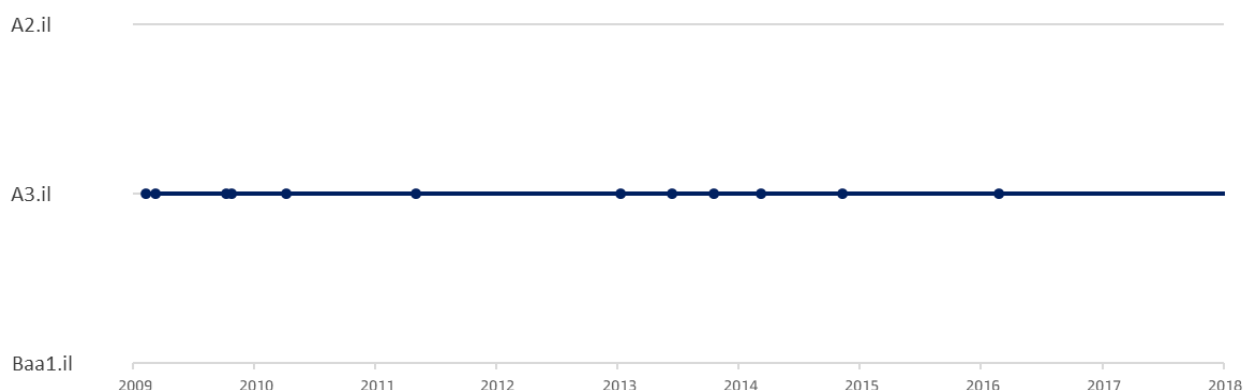
גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג

- ירידה בתזרימי המזומנים כתוצאה מהרעה ב- NOI המתקבל מהנכסים, שחיקה באיתנות הפיננסית ויחסי הכיסוי.
- מדיניות דיבידנד אשר תפגע באיתנות הפיננסית של החברה ובהיקף נזילותה.
- הרעה ביציבות הכלכלית בשווקי פעילות החברה, אשר יש בה כדי להשפיע על פעילותה העסקית של החברה.

אודות החברה

אספן גרופ בע"מ עוסקת, במישרין ובעקיפין, באמצעות חברות בנות ונכדות שלה, בשני תחומי פעילות כמפורט להלן: (1) בתחום הנדל"ן המניב, פעילותה העיקרית כוללת השכרת מבנים, בעיקר למסחר, משרדים ולוגיסטיקה ומתן שירותי ניהול ואחזקה לנכסים שבבעלותה, באירופה ובישראל. לחברה ולחברות הבנות והנכדות שלה מבנים להשכרה, בגרמניה, ישראל, הולנד ושווייץ. (2) תחום האנרגיה הסולארית, במסגרת תחום פעילות זה עוסקת החברה ברכישת מערכות סולאריות ואחזקתן ו/או רכישת חברות שבעלותן מערכות סולאריות לייצור חשמל. ביום 02.08.2017 החברה הודיעה על התקשרות בהסכם למכירת 49% מההון המונפק והנפרע של אספן סולאר בע"מ, בתמורה לכ- 55 מ'ש. בנוסף, קיימת בידי החברה ובידי הרוכש אופציות הדדיות למכירת/רכישת החלק הנותר באספן סולאר בע"מ במהלך שנת 2019. בעל המניות העיקרי ובעל השליטה בחברה הינו מר רוני צארום. בעלי המניות המרכזיים האחרים הינם קופות הגמל מנורה מבטחים ומיטב דש. בינואר 2017 נכנס לתפקיד מנכ"ל חדש, מר גיא אליאס.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

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

[דוחות קשורים, אספן גרופ בע"מ](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

06.09.2018	תאריך דוח הדירוג:
23.04.2018	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
18.10.2007	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
אספן גרופ בע"מ	שם יוזם הדירוג:
אספן גרופ בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

מידע מן המנפיק

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

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

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

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

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

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידורג 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 מידורג מראש ובכתב.

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

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

מידורג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידורג 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 מידורג 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 מידורג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידורג 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 בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

מידורג 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 מידורג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידורג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים מוסדיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע מוסדי לעשות שימוש בדירוגים של מידורג 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 מידורג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידורג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידורג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידורג 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, מידורג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידורג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידורג. מידורג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידורג, 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 מידורג 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 מידורג, בין במעשה ובין במחדל.

מידורג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידורג 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 מידורג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>