

Seaspan Corporation

דירוג ראשוני | נובמבר 2018

אנשי קשר:

קובי רחמני, אנליסט בכיר - מעריך דירוג ראשי

kobir@midroog.co.il

ליאת קדיש, רו"ח, ראש צוות בכירה - מעריך דירוג משני

Liatk@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל, ראש תחום מימון חברות

i.sigal@midroog.co.il

Seaspan Corporation

אופק דירוג: יציב	A2.il	דירוג סדרה
------------------	-------	------------

מידורג קובעת דירוג A2.il לאגרות חוב שתנפיק Seaspan Corporation בסך של עד 440 מיליון \$ ערך נקוב צמוד לדולר ארה"ב. אופק הדירוג יציב. תמורת הגיוס תשמש את החברה למחזור חוב פיננסי וכן לפעילותה השוטפת.

אודות החברה

Seaspan Corporation ("החברה" או "סיספאן") הינה חברה ציבורית אשר התאגדה בשנת 2005 בא"י מרשל. מאז הקמתה פועלת החברה בענף ההובלה הימית, בסגמנט של אפיון, בנייה, החכרה תפעולית לטווח ארוך והפעלה של אניות מכולה עבור חברות ספנות בינלאומיות. סיספאן הינה החברה הגדולה בשוק הבינלאומי להחכרה תפעולית של אניות מכולה. נכון ליום 30.09.2018, החברה מחכירה צי של 112 אניות מכולה בהיקף כולל של 905,900 TEU, מרביתן במסגרת חוזי חכירה תפעולית ארוכי טווח מול חברות הובלה ימית. גודלן הממוצע של אניות החברה הינו כ-8,100 TEU והגיל הממוצע עומד על כ-6 שנים במונחי TEU. נכון ליום 30.09.2018 החברה מעסיקה כ-4,300 עובדים מרביתם צוותי תפעול ותחזוקה של אניות. החברה פועלת ממטות עיקריים בוונקובר, קנדה ובהונג-קונג. החל מאוגוסט 2005 מניות החברה נסחרות בבורסת NYSE. בעלי המניות העיקריים בחברה הינם משפחת המייסדים Washington ("ושינגטון", מחזיקה בשרשור 34%), Fairfax Financial Holdings Limited ("פייפאקס", 22%). מנכ"ל החברה החל מינואר 2018 הוא Mr. Bing Chen ויו"ר הדירקטוריון החל מיולי 2017 הוא Mr. David Sokol.

שיקולים עיקריים לדירוג

הדירוג נתמך במעמד עסקי גבוה של החברה בענף החכירה להובלה הימית, עם נתח השוק הגדול בענף זה של כ-8%, צי רחב ומגוון של אניות מכולה בפרופיל צעיר אשר הולם את המגמות בענף. לחברה ניסיון רב באפיון, בנייה, החכרה והפעלה של אניות מכולה עבור חברות הובלה ימית. יכולת השבת הרווחים של החברה נתמכת בהיקף הכנסות משמעותי של כ-1.1 מיליארד דולר (שנת 2018 פרופורמה לעסקת GCI), המעוגנות ברובן בחוזי חכירה ארוכי טווח מול חברות הובלה, במידה המקנה נראות טובה לתזרימי המזומנים בשנים הקרובות. עם לקוחות החברה נמנות מרבית חברות ההובלה הימית המובילות בעולם, וזאת בהתאם לאסטרטגיית החברה. לצד זאת, לחברה ריכוזיות גבוהה של לקוחות, כאשר שלושת החוכרים הגדולים (Yang Ming ו-One Joint Venture, Cosco) מהווים כ-69% מסך ההכנסות. ריכוזיות זו מהווה גורם סיכון בדירוג מכיוון שהיא חושפת את החברה במידה רבה לאיתנות של לקוחותיה, ובפרט למוביל הטייואני Yang Ming שהינו קטן יחסית בענף. סיכון זה ממותן נוכח הבעלות של ממשלת סין במוביל Cosco והשליטה של ממשלת טאיוואן בבעלות על Yang-Ming. בתוך כך, מידורג מציינת כי שיעור ההפרשות לחובות מסופקים בחברה לאורך השנים היה נמוך מאוד. בנוסף, לחברה מרכיב מהותי של חוזים המתחדשים בשנים 2022 ו-2023 (כ-25%) במידה החושפת את החברה לתנודתיות בתנאי הענף במועד החידוש.

ענף ההובלה הימית מוערך על ידי מידורג בסיכון עסקי גבוה יחסית, נוכח חשיפה גבוהה למחזוריות הכלכלית ותנודתיות גבוהה של מחירי ההובלה הימית. בעשור האחרון הענף היה נתון בחוסר שיווי משקל נוכח עודף היצע של כושר הובלה, אשר עלה על הגידול המתמיד בביקושים והוביל ללחצי מחיר. בשנה האחרונה ניכרת התמתנות בהיצע, אשר לצד מגמה מתמשכת של מיזוגים ורכישות בין חברות ההובלה, משפרת את יציבות הענף לטווח הקצר והבינוני ומתבטאת בעלייה מתונה במחירי ההובלה¹. תרחיש הבסיס של מידורג מניח המשך צמיחה בסחר העולמי בשנים 2019-2020, אם כי זו נתונה תחת האיום של מלחמת הסחר בין ארה"ב לסין והשפעת הברקזיט. להערכת מידורג היצע כושר ההובלה יוותר יציב יחסית ותעריפי ההחכרה ישמרו על רמתם הנוכחית.

תרחיש הבסיס של מידורג מניח כי סיספאן תשמור על יציבות בגודל הצי, לאחר שמוקדם יותר השנה השלימה את רכישת Greater China Intermodal Investments LLC (GCI) אשר בבעלותה צי של 18 אניות פעילות. מידורג מניחה גידול בהכנסות החברה

¹ מקור: Alphaliner

במהלך שנת 2019, נוכח הנבה מלאה בגין רכישת GCI ואניות נוספות שהתקבלו במהלך השנה. הרווח הנקי לנכסים (ROA) שעמד על 2.2% בממוצע ב-5 השנים האחרונות, צפוי לפי תרחיש זה לעמוד בטווח 2.5%-3.0%; רווחיות החברה מושפעת לטובה ממודל עסקי חזק ומבנה הוצאות רזה. רמת המינוף של החברה הולמת לדירוג, בהתחשב במאפייני הנכסים ומבנה הפעילות. יחס החוב לקאפ מותאם², צפוי לעמוד על כ-70% בסוף שנת 2018 ולרדת לכ-65% בשנת 2019, עם השלמת הזרמת הון המניות על ידי פיירפאקס. מידרוג הביאה בחשבון את אסטרטגיית החברה להקטנת החוב הפיננסי, בין היתר באמצעות צמצום משמעותי בהצטיידות בשנים הקרובות, הנתמך בכך שלחברה כיום אין הזמנות פתוחות לאניות חדשות. יחד עם זאת, מידרוג סבורה כי רמת המינוף עשויה לעלות על פני המחזוריות בענף ובהתחשב בכך כי לאורך זמן תידרש החברה לחזור ולהשקיע בהצטרות הצי והתאמתו למגמות בענף. מידרוג הביאה בחשבון כי רמת המינוף עשויה לנוע בטווח של 65%-70%. מינופה התזרימי של החברה, המתבטא ביחס כיסוי בין החוב הפיננסי מותאם ברוטו ל-FFOR צפוי לעמוד בטווח שבין 9x-10x בשנים 2019-2020 והינו איטי לרמת הדירוג. יחס כיסוי הרווח התפעולי המותאם (EBITR) להוצאות המימון המותאמות הנו חלש לדירוג, ועמד בשלוש השנים האחרונות בטווח של 0.2x-2.6x, וצפוי לעמוד בטווח של 1.7x-2.0x בשנים 2019-2020.

נזילות החברה מוערכת על ידי מידרוג כסבירה, על בסיס תרחיש מידרוג ליחס מקורות לשימושים של 1.1 לתקופה של חמישה רבעונים שהחל מיום 30.9.2018 ועד לתום שנת 2019. בתוך כך, לחברה עומס פירעונות גבוה החל ברבעון הרביעי של 2018 ובמהלך שנת 2019, המסתכם בכ-900 מיליון דולר. המקורות העומדים למול פירעונות אלו כוללים, בין היתר, את הסכם ההשקעה מול פיירפאקס³ בהיקף של 500 מיליון דולר, בדרך של הנפקת הון מניות (250 מיליון דולר) והנפקת חוב (250 מיליון דולר) הצפויים בינואר 2019 וכן את תזרים המזומנים התפעולי החזק של החברה. בנוסף, לחברה גמישות פיננסית בדמות אניות פנויות משעבוד שערך בספרים ליום 30.09.2018 הסתכם בכ-588 מיליון דולר. האניות החופשיות הן בגודל שבין 2,500 TEU ועד 10,000 TEU ובגיל ותיק יחסית. בנייתו הגמישות הפיננסית, מידרוג הניחה שיעור מימון של 50% בקשר עם נכסים אלו, קרי מקור תזרימי נוסף של כ-300 מיליון דולר. תרחיש הבסיס של מידרוג אינו מניח את מימוש האופציה הקיימת לפיירפאקס, להעמיד לפירעון מוקדם את אג"ח פיירפאקס, בהתבסס בין השאר על היותה בעלת המניות גדולה בחברה וכן נוכח היקף ההשקעה הרחב שביצעה בחברה.

מידרוג מניחה כי אסטרטגיית החברה הינה להוסיף ולהתמקד בענף ההובלה הימית בתחום אניות המכולה. יחד עם זאת, מידרוג גילמה בדירוג מידה מסוימת של אי וודאות לגבי אסטרטגיית ההשקעות לעתיד של החברה ומידת תיאבון הסיכון לאור הצטרפות של פיירפאקס כבעלת מניות וחילופי ההנהלה בחברה.

אופק הדירוג היציב נתמך בהערכתנו כי החברה תעמוד בשנתיים הקרובות בטווח התחזית שהניחה מידרוג, תוך שמירה על תזרים מפעילות שוטפת גבוה וצמצום החוב הפיננסי.

Seaspan Corporation - נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני דולר

FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	1-9/2017	1-9/ 2018	
717	819	878	831	617	801	הכנסות
131	199	(139)	175	117	216	רווח (הפסד) נקי
2.2%	3.3%	-2.5%	3.0%	2.0%	3.6%	ROA LTM
12.6	12.6	12.4	12.5	12.2	11.4	חוב ברוטו ל-FFO - מותאם [1]
2.9	2.6	0.2	1.9	1.4	1.8	רווח תפעולי/הוצ. מימון נטו - מותאם [1]

[1] כולל התאמות בגין התחייבויות חוץ מאזניות לחכירה תפעולית לז"א והתאמות בגין סיווג 50% מהון מניות הבכורה כחוב פיננסי וזקיפת מחצית הדיבידנד למניות הבכורה כהוצאות מימון.

² חוב פיננסי מותאם כולל חוב פיננסי מאזני בתוספת התחייבות מאזנית לחכירה מימונית בתוספת היוון התחייבויות חוץ מאזניות לחכירה תפעולית (כ-1.0 מיליארד דולר ליום 30.09.2018 פרופורמה לעסקת GCI) ובתוספת 50% מהון מניות הבכורה (כ-417 מיליון דולר ליום 30.09.2018) בהתאם למתודולוגיית מידרוג לסיווג חוב היברידי, מניות בכורה והלוואות בעלים.

³ בהתייחס להזהרת החברה בדוחותיה הכספיים באשר לגרעון בהון החוזר, שכנגדו עומד בין היתר הסכם ההשקעה עם פיירפאקס בינואר 2019, אנו מפנים להערת שוליים 9 בהמשך הדוח.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

ענף ההובלה הימית מתאושש ממחזור שלילי שהגיע לשיאו בשנת 2016, אולם מחירי ההובלה עדיין נמוכים ביחס לרמתם ההיסטורית; שיווי המשקל בין הביקוש להיצע כושר ההובלה הימית תומך ביציבות מחירי החכירה בשנה-שנתיים הקרובות

ענף ההובלה הימית מאופיין על ידי מידורג בסיכון עסקי גבוה, בשל חשיפה גבוהה למחזוריות בהיקף הסחר העולמי וקושי להתאים במהירות את כושר הייצור לגורמים אקסוגניים המשפיעים על הביקוש לשירותי הובלה ימית. חרף חסמי כניסה גבוהים לענף, משך תכנון ובנייה של אניות חדשות של כשנתיים ועודף היצע בענף הובילו בעבר לתנודתיות גבוהה במחירי ההובלה, אשר השפיעו על תעריפי החכירה של אניות מכולה. סגמנט החכרת אניות המכולה שבו פועלת סיספאן, חשוף בעוצמה מתונה במקצת למשתנים המשפיעים ישירות על חברות ההובלה, בשל הישענות על נכס בסיס הוני ארוך-חיים ומרכיב של חוזי חכירה ארוכי טווח. בד בבד, סגמנט זה הינו עתיר הון ומאופיין ברמת מינוף גבוהה, סיכון מיחזור ותלות רבה במקורות מימון חיצוניים.

סגמנט החכרת אניות מכולה הינו חוליה בשרשרת הערך בענף ההובלה הימית, שבמרכזו חברות ההובלה הימית העוסקות בהובלה של מוצרים, חומרי גלם וסחורות באמצעות אניות מכולה, אניות צובר ומיכליות. הובלה ימית באניות מכולה מהווה נדבך מרכזי בתחום הסחר הבינלאומי, ומצויה בצמיחה מהירה החל מסוף המאה ה-20, כתוצאה מהתפתחות המסחר הבינלאומי וצמיחתם של נתיבי סחר ארוכים וכן בשל גידול בחלקן של אניות המכולה בשינוע מטענים. הביקוש להובלה במכולות מצוי במתאם גבוה עם קצב הצמיחה בסחר העולמי. בשנת 2017 נרשמה צמיחה של כ-6.6% בנפח הסחורות שהובלו במכולות, שיעור הצמיחה הגבוה בענף בשש השנים האחרונות. כושר ההובלה הימית במכולות מוערך על ידי גורמים בענף בכ-23 מיליון TEU נכון לאמצע שנת 2018, כאשר מחציתו בממוצע נובעת מאניות בבעלות חברות ההובלה הימית (שיעור הבעלות על אניות מכולה בקרב חברות ההובלה הגדולות נע בין 35%-65%) וכמחציתו מוחזק על ידן מידי חברות מימון וחברות החכרה כדוגמת סיספאן. לאחר שנים בהן המספנות הקוראניות היו הדומיננטיות בענף, הכניסה של המספנות הסיניות לתחום וזרימת הון לענף מצד משקיעים פיננסיים הובילו לעלייה בהיצע אניות המכולה. כמו כן, בעשור האחרון ניכרת כניסה של יותר ויותר אוניות מכולה גדולות של מעל 10,000 TEU המאופיינות ביעילות אנרגטית גבוהה, ברקע העלייה במחירי הדלקים. בד בבד, בין השנים 2011-2008 נרשמה ירידה בסחר העולמי בשל המשבר הכלכלי העולמי והאטה בצמיחה. ברקע זאת, עודף ההיצע בכושר ההובלה הימית במכולות הוביל לירידת מחירים חדה בתעריפי ההובלה הימית של מטענים ובתעריפי החכירה היומיים של אניות מכולה. שנת 2016 עמדה בסימן משבר חריף בענף ההובלה הימית, שהגיע לשיאו עם פשיטת הרגל של האנג'ין, מובילה ימית קוריאנית אשר הפעילה צי בייקף של כ-3% מנפח ההובלה הגלובלי במכולות, מרביתו בחכירה. השחרור של עשרות האניות של האנג'ין מחוזי חכירה הגדיל את ההיצע והוביל לירידות ערך בעיקר בקטגוריות אניות המכולה הקטנות. כפועל יוצא, חלה עלייה בהיקף הגריטות וכן ירידה משמעותית בכמות ההזמנות של אניות מכולה חדשות. מגמת הקיטון בהיצע כושר ההובלה שהחלה ברבעון השני של 2017, נמשכה גם בשנת 2018, אם כי בעוצמה מתונה. מאז שנת 2016 נע הענף לעבר שיווי משקל בין ביקוש להיצע של כושר הובלה ימית במכולות, ומחירי ההובלה הימית מצויים במגמת עלייה, אם כי עדיין רחוקים מרמות המחירים אשר היו נהוגות בעבר בענף.

המשברים שפקדו את ענף ההובלה הימית בשני העשורים האחרונים הובילו לגלים של מיזוגים בקרב חברות ההובלה, וכיום 7 קבוצות ההובלה הימית הגדולות חולשות על כ-83% מהענף. רמת המחירים הנמוכה בענף תמשיך להערכת מידורג לעודד מיזוגים ורכישות. סגמנט החכרת האניות לעומת זאת הרבה יותר מבוזר, אולם אחד החסמים המרכזיים בסגמנט זה הינו הנגישות להון. חסם זה הפך משמעותי יותר בעקבות המשבר האחרון בענף, ולהערכת מידורג גם בסגמנט החכרת האניות צפויים בעתיד מיזוגים ורכישות. בספטמבר 2018, הצביע ארגון הסחר העולמי על מספר סיכונים העלולים להשפיע לשלילה על מגמת הצמיחה בסחר הבינלאומי שאפיינה את השנים האחרונות, וביניהם לחצים בשווקים הפיננסיים לרבות ציפיות לעליית הריבית, מתחים גיאופוליטיים כשעיקרם המתחים הכלכלית בין ארה"ב לסין ומלחמת הסחר בין שתי הכלכלות⁴ וגורמים מבניים אשר כוללים הסטה בכלכלה הסינית מהשקעה לצריכה עולה והיחלשות הסחר באסיה. תרחיש הבסיס של מידורג כולל הנחה להמשך צמיחת הסחר העולמי⁵, המאומת לאורך זמן מצד התפתחות מלחמת סחר בין ארה"ב לסין והשפעת הברקזיט וכן אנו מניחים שיווי משקל בין הביקוש להיצע כושר ההובלה הימית בשנתיים הקרובות, אשר יתרום ליציבות מחירי החכירה ברמה שנצפתה בחציון שני 2017 ובשנת 2018.

⁴ לפי הערכת Clarkson Research (חברת מחקר בענף הספנות שהינה חלק מקבוצת הספנות Clarkson's), מלחמת הסחר בין שתי המדינות עלולה להיות בעלת השפעה של כ-5.6% על הסחר העולמי במכולות.

⁵ הערכות לצמיחה של 3.5-5.5% בהיקף הסחר העולמי לשנים 2018-2019 עפ"י ארגון הסחר העולמי.

חוזי חכירה לטווח ארוך ממתנים את הסיכון הענפי

סיספאן הינה החברה הגדולה בעולם בסגמנט ההחכרה וההפעלה של אניות מכולה, ולפי הערכת החברה, מחזיקה בנתח שוק של כ- 8% בסגמנט זה במונחי TEU. נכון ליום 30.09.2018 מפעילה סיספאן צי המונה 112 אניות מכולת בהיקף כולל של כ-905 אלף TEU, מכך 98 אניות מכולה בבעלותה ובהחכרה מימונית שיתרת עלותן במאזן החברה ליום 30.09.2018 הסתכמה בכ- 7.0 מיליארד דולר (כולל אניות בחכירה מימונית) ו- 14 אניות מכולה נוספות בחכירה תפעולית שאינן כלולות במאזן החברה נכון למועד זה. בחמש שנים האחרונות ביצעה החברה השקעות הוניות כבדות בהגדלת הצי. בתוך כך, עסקת GCI שהושלמה בתחילת שנת 2018 הוסיפה למאזנה של החברה 18 אניות מכולה גדולות יחסית בטווח של 10,000-14,000 TEU בשווי כולל של כ- 1.6 מיליארד דולר, והינה עסקת הרכישה המשמעותית של החברה בשנים האחרונות. פרופיל הצי של החברה הינו צעיר יחסית, בגיל ממוצע של כ-6 שנים ובגודל ממוצע של 8,100 TEU, ולהערכת מידורג הולם את מגמת הביקוש בענף. בשנים האחרונות הענף מאופיין במעבר לאניות גדולות וחדישות המפגינות יעילות אנרגטית וחסכון בצריכת דלק. לחברה 53 אניות בגודל של מעל 10,000 TEU. החברה, כהחלטה אסטרטגית, לא השקיעה באניות ענק של מעל 14,000 TEU. להערכת מידורג, מעמדה של החברה כמחכירה תפעולית של אניות עבור לקוחותיה (בנוסף לבעלותה על האניות) הוא בעל תרומה לחוזקה העסקי בענף ההובלה הימית. הניסיון של החברה בסגמנט ההפעלה של האניות באמצעות צוותים ימיים וצוותי תחזוקה עצמאיים משלה, מחזק את קשריה עם הלקוחות על בסיס הבנת הצרכים שלהם, מאפשר לחברה לשלוט בצריכת הדלקים והשמינים, פרמטר חשוב מאין כמותו עבור חברות ההובלה וכן היא שולטת באופן מלא על תחזוקת הצי. החברה מובילה גם את תהליך האפיין והבנייה של האניות, דבר אשר תורם להערכתנו לשליטתה בסיכונים התפעוליים הכרוכים באחזקתן.

לחברה היקף הכנסות משמעותי של כ- 1.1 מיליארד דולר (אומדן) לשנת 2018 (כ- 1 מיליארד דולר לשנת 2017 פרופורמה לרכישת GCI). חוזי החכירה לטווח ארוך (3 שנים ומעלה) בתוקף ליום 30.09.2018 מכסים כ-80% מההכנסות הצפויות לחברה בשנת 2019 וכ- 75% מההכנסות הצפויות לשנת 2020. יתר ההכנסות מבוססות בעיקר על חוזי התקשרות לטווח של פחות משלוש שנים, במחירים קבועים מראש או במחירי ספוט. המודל העסקי של החברה להתקשרות בחוזי חכירה ארוכי טווח בתעריפים קבועים מראש מול חברות ההובלה הינה חלק מאסטרטגיית החברה על מנת לצמצם את תנודתיות ההכנסות ותזרימי המזומנים, והוא מהווה גורם חיובי בפרופיל הסיכון של החברה. להערכת מידורג אסטרטגיה זו סייעה לה בשנים האחרונות להתמודד עם הירידה בתעריפי החכירה היומיים. כפועל יוצא, החברה חשופה לחידושי חוזים הצפויים בשנים הקרובות, ובפרט בשנים 2022-2023 בהן נפתח היקף גדול יחסית של חוזים (כ-25%). תעריפי החידוש של החוזים תלויים במידה רבה בתנאים העסקיים שישררו באותה עת, לרבות הביקוש לאניות מהסוג הרלוונטי, תעריפי ההובלה, מחירי הדלקים, תנאי המימון ועוד. תחת תנאי שוק חלשים, החברה עשויה לתמרן לתקופות ביניים באמצעות חוזים לטווחים קצרים במחירי השוק, באופן שיחליש את תזרימי המזומנים וזהו גורם סיכון אשראי. להערכתנו מספר פרמטרים ממתנים סיכון זה, לרבות יכולת החברה להיערך מבעוד מועד בהתאם למגמות בשוק וכן גודל הצי של החברה וגיוונן.

ריכוזיות לקוחות גבוהה ממותנת במעמד השוק המוביל של הלקוחות הגדולים

מרבית הכנסותיה של סיספאן נובעות מחברות ההובלה המובילות בענף, כהחלטה אסטרטגית להימנע מפעילות משמעותית מול מובילות קטנות יחסית. יחד עם זאת, לחברה ריכוזיות גבוהה בקרב לקוחותיה הגדולים. חברת הספנות הסינית Cosco Shipping Ltd ("Cosco"), הנשלטת על ידי ממשלת סין, אחראית לכ-29% מסך הכנסות החברה לשנת 2018 (אומדן) ושלושת החוכרים הגדולים (Cosco, Yang Ming ו-One Joint Venture), האחרונה נשלטת על ידי ממשלת טיוואן) מהווים כ-69% מסך ההכנסות. ריכוזיות זו חושפת את החברה לכוח המיקוח של הלקוחות הגדולים במועד חידוש חוזי החכירה וכן חושפת את החברה לסיכון פשיטת רגל של לקוח עיקרי, אשר עלולה להוביל לביטול מיידי של החוזים מול לקוח זה והחזרת האניות לשוק, ולא מן הנמנע בתנאי שוק חלשים. בניתוח תרחישים שונים, מידורג רואה גורם סיכון גבוה יחסית בחשיפתה של סיספאן לחברת ההובלה הטייוואנית Yang Ming עקב קוטנה היחסי בענף. סיספאן מחכירה ל- Yang Ming 16 אניות מכולה בהיקף הכנסה שנתית של כ- 260 מיליון דולר (שנת 2018 פרופורמה ותחזית לשנת 2019). כמחצית מחוזי החכירה מול Yang Ming נוספו לחברה במסגרת עסקת GCI, והם

כוללים אניות גדולות וחדישות יחסית, גורם הממתן סיכון. קודם לרכישת GCI החברה הפעילה אניות אלה כמפעיל חיצוני. יש לציין כי מאז היווסדה בשנת 2005, הציגה סיספאן טרק רקורד חזק של הפרשות נמוכות מאוד לחובות מסופקים.

רווחיות בולטת לטובה ביחס לדירוג וגזרת תזרימי מזומנים תפעוליים חזקים

תשואת הרווח הנקי לנכסים עמדה בחמש השנים 2013-2017 על ממוצע של 2.2% תוך תנודתיות גבוהה שהושפעה, בין היתר, משערך שווי הוגן של עסקאות סוופ לגידור ריבית משתנה וכן מהפסד בשנת 2016 נוכח הפחתות בגין ירידות ערך של אניות וכן. ההשפעה השלילית על הרווח הנקי של עסקאות הסוופ הלכה ופחתה בשנים האחרונות עם מגמת העלייה בריבית. יתר הוצאות החברה קבועות ברובן, ונובעות מעלות הצי (פחת והפחתות) ומהוצאות הפעלה. הוצאות ההפעלה של החברה יציבות יחסית לאורך השנים כשיעור מההכנסות. הרווח הנקי של החברה הסתכם בכ- 216 מיליון דולר לתשעת החודשים הראשונים של שנת 2018 (שבה אוחדה לראשונה GCI), בהמשך לרווח נקי של כ- 175 מיליון דולר בשנת 2017 (כ- 226 מיליון דולר בשנת 2017 פרופורמה לרכישת GCI⁶). בשנת 2016 רשמה החברה הפסד נקי של כ- 139 מיליון דולר, שנבע בעיקר מירידת ערך בסך 285 מיליון דולר בגין 16 אניות מכולה בגודל של 4,250 TEU ומטה, ובנוסף לכך בשל הפסד בסך כ- 19 מיליון דולר חובות מסופקים בקשר עם פשיטת הרגל של האנג'ין. כמו כן, השנים 2016-2017 אופיינו בירידה בתעריפי הספוט, שהשפיעה לשלילה על ההכנסות מאניות שיצאו מחוזים (בחלקן אניות שהוחזרו להאנג'ין). תרחיש הבסיס של מידורג לשנים 2019-2020 כולל את ההנחות העיקריות הבאות: 1) כניסה לתפעול מלא במהלך שנת 2019 של 4 אניות שסופקו לחברה במהלך שנת 2018; 2) יציבות בתנאי חוזי החכירה הקיימים נכון ליום 30.09.2018; 3) תעריפי חכירה יומיים (ספוט) דומים לממוצע במחצית 2017 ובשנת 2018, וזאת ביחס לאניות המוחכרות בהתקשרויות לזמן קצר (4 גידול שנתי של 3% בהוצאות ההפעלה שינבע בעיקר מעלייה בהוצאות הקשורות בכוח אדם). 5) עלייה בהוצאות המימון במהלך שנת 2019 נוכח קליטת אניות חדשות וירידה מסוימת בהוצאות המימון בשנת 2020 כפועל יוצא של הקיטון הצפוי בחוב הפיננסי. הנחות אלו גוזרות תשואת רווח נקי (ROA) בטווח של 2.5% - 3% בשנות התחזית 2019-2020. תרחיש הבסיס של מידורג גוזר EBITDAR⁷ של כ- 820 מיליון דולר בשנת 2018 ובטווח של 840 - 870 מיליון דולר בשנים 2019-2020. המקורות מפעולות (Adj FFOR⁸) נאמדים על ידי מידורג בכ- 500 מיליון דולר בשנת 2018 ובטווח של 540 - 560 מיליון דולר בכל אחת מהשנים 2019-2020.

לאור כניסת בעל מניות דומיננטי וחילופי ההנהלה אסטרטגיית החברה דורשת בחינה לאורך זמן

להבנתנו בשלב זה החברה השלימה את תכנית ההצטיידות לצי, ביחד עם הטמעת עסקת GCI, ובכוונת החברה להמשיך ולהתמקד בתחום אניות המכולה תוך הקטנת החוב הפיננסי. יחד עם זאת, במסגרת הדירוג מידורג הביאה בחשבון אי וודאות מסוימת לגבי אסטרטגיית החברה תחת השינויים האחרונים בהנהלת החברה, ולצד גם כניסתה של פיירפאקס כבעלת מניות בחברה. השקעתה של פיירפאקס בחברה נעשתה בין השאר ברקע עסקת GCI נוכח המקורות שנדרשו לעסקה זו. בתקופה שבין פברואר ליולי 2018 הנפיקה החברה לפיירפאקס אגרות חוב בכירות ("אג"ח פיירפאקס") בהיקף של 250 מיליון דולר והון מניות רגילות בתמורה של 250 מיליון דולר נוספים. כמו כן בתקופה זו חתמו החברה ופיירפאקס על הסכם השקעה נוסף של פיירפאקס על סך 500 מיליון דולר, מכך 250 מיליון דולר אגרות חוב ו-250 מיליון דולר הון מניות רגילות. הסכם ההשקעה הנוסף צפוי לצאת לפועל בחודש ינואר 2019. אג"ח פיירפאקס כוללות אופציית PUT הקיימת לפיירפאקס לקרוא לאג"ח לפרעון אחת לשנה. לאחרונה הודיעה פיירפאקס לחברה כי היא מוותרת על אופציית הפרעון הקיימת לה בשנת 2019 בקשר עם אג"ח פיירפאקס. כניסתה של פיירפאקס הובילה לדילול בעלת השליטה ומייסדת החברה, משפחת וושינגטון. לאחר הזרמת הון המניות על ידי פיירפאקס ובסמוך למועד דוח זה, מחזיקה פיירפאקס 22% בהון המניות של החברה ולאחר ההשקעה הצפויה בשנת 2019 היא תחזיק ב-38.5 מיליון מניות נוספות.

בחודש אוקטובר דיווחה החברה על עסקת אופציה לרכישת ("סוויבר") Swiber Holdings Limited הפועלת בתחום ההנדסה הימית בהשקעה מיידית של 20 מיליון דולר. בבעלותה של סוויבר 5 כלי שיט, נכס נדל"ן בסינגפור וכן פרויקט בשלבי תכנון להקמת תחנת כוח בהיקף של 1 מיליארד דולר. המחויבות של סיספאן להשקעה בפרויקט הינה כ-180 מיליון דולר, כתלות בתנאים שונים, לרבות

⁶ נתוני פרופורמה לשנת 2017 כולל GCI מבוססים על אומדן של מידורג.

⁷ רווח תפעולי לפני פחת והפחתות ולאחר התאמות בגין חכירה תפעולית של אניות.

⁸ מקורות מפעולות לאחר התאמות חכירה תפעולית וסיווג להוצאות מימון של מחצית הדיבידנדים למניות הבכורה.

בכך שהפריקט ימומן במלואו. בתרחיש הבסיס של מידרוג לא הובאו בחשבון השקעות מהותיות בנכס זה בשנתיים הקרובות, זאת בהתאם להערכת החברה.

מידרוג סבורה כי המדיניות העסקית והפיננסית של בעלי המניות החדשים ותיאבון הסיכון של החברה בעקבות זאת נדרשים לבחינה לאורך זמן. בנוסף אנו נבחן לאורך זמן את אסטרטגיית החברה באיזון בין בעלי המניות לבעלי החוב תוך יישום אסטרטגיה עקבית בתחומי הפעילות.

הזרמות הון מפיירפאקס וצמצום הרכישות לצי צפויים להוביל לירידה בחוב בטווח הקצר וברמת המינוף

בשנה החולפת השלימה החברה תכנית הצטיידות רב שנתית במהלכה השקיעה קרוב ל-2.2 מיליארד דולר בין השנים 2014-2018 בהגדלת צי אניות המכולה והצערות, לרבות דרך עסקת GCI ברבעון הראשון של שנת 2018. תכנית ההשקעות הובילה לעלייה ניכרת בחוב הפיננסי המותאם אשר נכון ליום 30.09.2018 הסתכם בכ-5.68 מיליארד דולר. הגידול בצי מומן באופן חלקי גם באמצעות הנפקת הון מניות ומניות בכורה. רמת המינוף של החברה כפי שהיא נמדדת על ידי מידרוג כיחס שבין החוב הפיננסי המותאם לבין ההון העצמי המותאם בתוספת החוב הפיננסי המותאם (Adj. CAP) עלתה במהלך השנים ועמדה על שיעור של כ-74% ביום 30.09.2018. לפי תרחיש הבסיס של מידרוג, רמת המינוף צפויה לקטון עד לתום שנת 2019 לכ-65%, בעקבות הזרמת ההון הנוספת הצפויה מבעלת המניות פיירפאקס בהיקף של כ-250 מיליון דולר וכן נוכח אסטרטגיית החברה לצמצום ההשקעות ההוניות בטווח הקצר. איננו מניחים בשלב זה הנחות בדבר ירידה בשווי הצי ורישום הפחתות חשבונאיות. כנזכר לעיל, הקיטון הצפוי במינוף החברה הינו חלק מאסטרטגיית החברה ומידרוג מקנה משקל להצהרות החברה בדבר ביצוע מהלכים להקטנת החוב הפיננסי החברה בשנים 2019-2020. לאורך זמן, מידרוג סבורה כי החברה תידרש להשקעות חוזרות בשימור והצערות הצי, והחברה עשויה להגדיל את רמת המינוף. מידרוג הביאה בשיקולי הדירוג כי לאורך זמן רמת המינוף עשויה לנוע בטווח של 65%-70%. יחס הכיסוי Adj Debt/Adj FFOR יחס הכיסוי EBITR) להוצאות המימון המותאמות שעמד ב-3 השנים האחרונות בטווח של 2.6-10.2, עמד בממוצע על כ-11.5 ב-3 השנים האחרונות, וצפוי לעמוד בשנת 2018 בטווח של 10.0 - 11.0 ולרדת בשנת 2019 לטווח שבין 9.0 - 10.0. יחס כיסוי הרווח התפעולי המותאם (EBITR) להוצאות המימון המותאמות שעמד ב-3 השנים האחרונות בטווח של 2.6-10.2, צפוי לעמוד בטווח של 1.9-1.7 בשנים 2019-2020.

עומס פירעונות גבוה מעלה את סיכון המחזור

בשלוש השנים האחרונות החברה ייצרה תזרים חופשי (FCF) שלילי נוכח ההשקעות בהצטיידות כנזכר לעיל. להערכת מידרוג, בהתאם לתרחיש הבסיס, החברה צפויה לייצר תזרים חופשי מהותי בשנים 2019-2020, אשר יופנה לשירות החוב בהתאם לאסטרטגיית החברה ולהקטנת מינופה, לרבות הגדלת היקף הנכסים הבלתי משועבדים. היקף פירעונות החוב העומדים בפני החברה החל מ-30.9.2018 ועד לתום שנת 2019 (חמישה רבעונים) מסתכם בכ-900 מיליון דולר. עומס הפירעונות הכבד נובע מאופן פריסת הלוואות בגין האניות, הכוללות מרכיב בולט בשיעור ממוצע של כ-40%, כאשר יתר ההלוואה נפרעת לשיעורין על פני 7-10 שנים, על אף שצי הנכסים של החברה הוא בעל אורך חיים כלכלי נותר גבוה יותר. בנוסף לחברה פרעון כבד יחסית של אג"ח בכיר בלתי מובטח בהיקף של כ-338 מיליון דולר בחודש אפריל 2019⁹. על פי תרחיש הבסיס של מידרוג, יחס המקורות לשימושים של החברה לתקופה של 5 רבעונים החל מיום 30.09.2018 נאמד סביב 1.1 ומצביע על נזילות סבירה של החברה, כדלקמן:

שימושים עיקריים בסך של כ-1.5 מיליארד דולר לפי התרחיש של מידרוג כדלקמן: פרעונות לפי לוח סילוקין של הלוואות מובטחות בשיעבוד אניות מכולה בסך של כ-740 מיליון דולר כולל תשלומי חכירה מימונית, פרעון לפי לוח סילוקין של אג"ח לא מובטח בסך של כ-338 מיליון דולר, צורכי מזומן תפעולי של כ-100 מיליון דולר, דיבידנד בגין מניות רגילות ומניות בכורה בסך של כ-175 מיליון דולר (לאחר סיווג להוצאות מימון של מחצית הדיבידנד בגין מניות בכורה) וכ-170 מיליון דולר השקעות הוניות ותשלומי חכירה תפעולית בגין אניות.

מקורות עיקריים בסך של כ-1.7 מיליארד דולר לפי התרחיש של מידרוג כדלקמן: מזומן בהיקף של כ-391 מיליון דולר ליום 30.9.2018, תזרים מפעילות שוטפת של כ-650 מיליון דולר, הנפקת אגרות חוב בסך 250 מיליון דולר וגיוס הון בסך 250 מיליון דולר, שני הסכומים

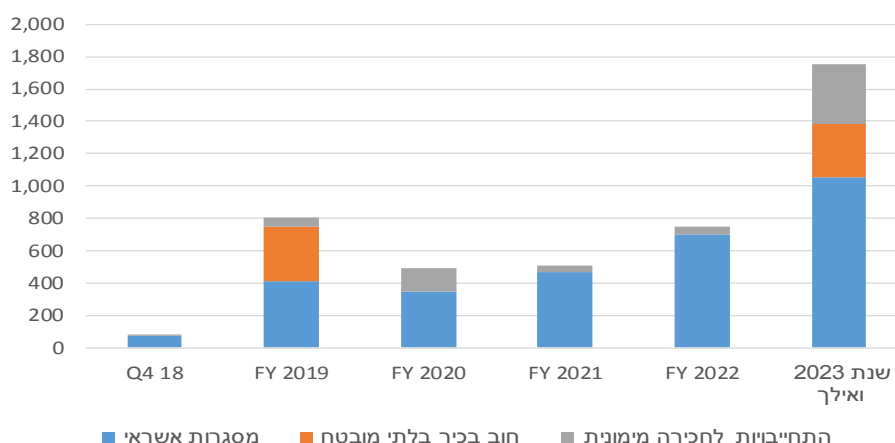
⁹ בדוחות כספיים ביניים ליום 30.09.2018 וליום 30.06.2018 התריעה החברה כי קיים לה גרעון בהון החוזר בסכום של כ-465 מיליון דולר וכ-533 מיליון דולר, בהתאמה, בין השאר בשל חלות האג"ח כנזכר לעיל. כפי שנדרש ממנה בנסיבות אלו, החברה דנה במקורות הקיימים לה למול הגרעון בהון החוזר, לרבות ההזרמה הצפויה מפיירפאקס בינואר 2019, בהיקף של 500 מיליון דולר על פי הסכם ההשקעה עם פיירפאקס.

במסגרת ההתחייבות של פיירפאקס וצפויים בינואר 2019. כמו כן לחברה מסגרת אשראי מובטח בסך 150 מיליון דולר. סכום המקורות הנ"ל אינו כולל את הנפקת אגרות החוב המתוכננת בישראל או מחזור חוב אחר.

כמו כן, לחברה גמישות פיננסית בדמות אניות פנויות משעבוד שערך בספרים ליום 30.09.2018 מסתכם בכ- 588 מיליון דולר בגדלים שבין 2,500 עד 10,000 TEU ובגיל וותיק יחסית. מידרוג הניחה שיעור מימון של 50% בקשר עם אניות אלו, קרי מקור תזרימי פוטנציאל של כ-300 מיליון דולר. אנו מניחים כי פרעונות החוב בשנתיים הקרובות צפויים לתמוך בעיבוי הנכסים החופשיים, תוך שהחברה עומדת כיום באמות המידה הפיננסיות במרווח גבוה יחסית.

תרחיש הבסיס של מידרוג אינו מניח את מימוש אופציית ה-PUT של אג"ח פיירפאקס (אחת לשנה החל מדצמבר 2020 ובהודעה מראש) הצפויות להסתכם בסך של 500 מיליון דולר ומידרוג מקנה לתרחיש של מימוש האופציה סבירות נמוכה. הנחה זו של מידרוג מתבססת על היותה של פיירפאקס בעלת מניות משמעותית בחברה, הצפויה להחזיק כ-38% מהון המניות הרגילות של החברה פרופורמה להשקעתה ההונית בחברה בינואר 2019. בנוסף, לפי דבריה של פיירפאקס, היא בעלת אופק השקעה ארוך טווח בחברה. יחד עם זאת, קיומה של אופציה זו מעלה בעניינו אי וודאות מסוימת, ובשילוב עומס הפרעונות השוטפים של החברה מכביד על גמישותה הפיננסית של החברה, וגוזר השפעה שלילית על סיכון האשראי של החברה. לחברה מדיניות עקבית לחלוקה של דיבידנדים לבעלי מניות הבכורה ובעלי המניות הרגילות. מניות הבכורה הן מהסוג הצובר, אך מידרוג לא הניחה הימנעות מחלוקת דיבידנד בכורה, אלא במצב לחץ פיננסי.

סיספאן קורפוריישן: לוח סילוקין להתחייבויות הפיננסיות ליום 30.09.2018 (במיליון דולר)



אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- ירידה משמעותית ברמת החוב הפיננסי וברמת המינוף של החברה מעבר להערכות מידרוג בתרחיש הבסיס
- שיפור ביחסי הנזילות לאורך זמן ושיפור הגמישות הפיננסית באמצעות הגדלת הנכסים החופשיים

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- שחיקה ברמת הנזילות של החברה ובמרווח החברה ביחס לאמות מידה פיננסיות
- עלייה ברמת המינוף והאטת יחסי הכיסוי מעבר לתרחיש הבסיס של מידרוג, ולאורך זמן

דוחות קשורים

[דירוג תאגידים לא פיננסיים - דוח מתודולוגי, ספטמבר 2015](#)

[התאמות בגין חכירה תפעולית לזמן ארוך - דוח מתודולוגי, יולי 2018](#)

[דירוג חובות נחותים, חובות היברידיים ומניות בכורה בתחום מימון תאגידי - דוח מתודולוגי, אוגוסט 2018](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

תאריך דוח הדירוג:

13.11.2018

שם יוזם הדירוג:

Seaspan Corporation

שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

Seaspan Corporation

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 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.

© 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 וככאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכויי אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסית 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 בייעוץ 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 ויהיה 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>