

## דה זראסאי גרופ לטד

2 בפברואר, 2021

עדכון דירוג

### הורדת דירוג המנפיק ל-'A+' בשל היחלשות הפרופיל הפיננסי; התחזית יציבה

אנליסט אשראי ראשי:

דימה פוסטירנק, 972-3-7539736, [dima.postirnak@spglobal.com](mailto:dima.postirnak@spglobal.com)

איש קשר נוסף:

אייל עברון, 972-3-7539723, [eyal.evron@spglobal.com](mailto:eyal.evron@spglobal.com)

#### תוכן עניינים

2	תמצית פעולת הדירוג
2	שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג
5	תחזית הדירוג
5	התרשיש השלילי
6	התרשיש החיובי
6	תיאור החברה
7	נזילות
7	התניות פיננסיות
7	התאמות לדירוג
8	ניתוח שיקום חוב
8	הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי
8	מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון
9	מתודולוגיה ומאמרים קשורים
10	רשימת דירוגים

## הורדת דירוג המנפיק ל-'ilA+' בשל היחלשות הפרופיל הפיננסי; התחזית יציבה

### תמצית פעולת הדירוג

- בשנת 2020 צפויה חברת דה זראסאי גרופ לטד ("החברה") להציג יחסים פיננסיים שאינם הולמים את הדירוג הקודם בשל השחיקה ב-EBITDA המתואם מהנכסים המניבים וממכירת דירות מוסבות, ההכרה בהפסד מהפרשי שער וגידול בחוב נטו בשל התחזקות השקל, וכן בשל עיכוב במסירת דירות בפרויקט הייזום ברחוב 31.
- מנגד, החברה הציגה שיעורי תפוסה וגבייה טובים יחסית בנכסיה המניבים גם בתקופה המתגרת בצל מגפת הקורונה. בנוסף, למרות ההגבלות הפיזיות, הצליחה החברה למכור 122 דירות מוסבות בשנת 2020, אומנם ברווחיות נמוכה מהשנים הקודמות, אך תוך הנבת תזרים שעמד בציפיותינו.
- להערכתנו בשנתיים הקרובות יחול שיפור מסוים ביחסים הפיננסיים בהשוואה לשנת 2020, אשר ייתמך בשמירה על קצב מכירת הדירות המוסבות, שבאה לידי ביטוי בהיקף הדירות הזמינות למכירה והיקף החוזים החתומים הגבוה יחסית נכון לסוף 2020, יחד עם השלמתם של פרויקטי הייזום.
- בהתאם לזאת, ב-2 בפברואר, 2021, הורדנו את דירוג המנפיק של חברת דה זראסאי גרופ לטד לדירוג 'ilA+' מדירוג 'ilAA'. כמו כן, הורדנו את דירוג סדרת אג"ח ג' הבלתי מובטחת של החברה לדירוג 'ilAA-' מדירוג 'ilAA', רמת דירוג (נוף) אחת מעל דירוג המנפיק. בנוסף אשררנו את הדירוג 'ilAA' לסדרות האג"ח המובטחות ד' ו-ה', שתי רמות דירוג מעל דירוג המנפיק.
- תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי ב-12 החודשים הקרובים ישמור תיק הנכסים המניב של החברה על יציבות תפעולית, שתתבטא, בין היתר, בשיעורי תפוסה וגבייה גבוהים, תוך יצירת תזרימי מזומנים יציבים ומשמעותיים, בעיקר ממכירת דירות מוסבות, אשר יובילו לשמירה על יחסים פיננסיים התואמים את הדירוג הנוכחי.

### שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג

הורדת הדירוג של חברת דה זראסאי גרופ לטד נובעת בעיקר מהיחלשות ביחסי הכיסוי והמינוף. אנו צופים כי בשנת 2020 יעמוד יחס הכיסוי EBITDA להוצאות המימון של החברה על כ-1.1x, לעומת כ-1.3x בשנת 2019, בעיקר בשל עיכוב בפרויקט ברחוב 31 ורווח נמוך יותר ממכירת דירות מוסבות. כמו כן, חלה שחיקה מסוימת ב-NOI (net operating income) וב-EBITDA מהנכסים המניבים הקיימים, שנבעה בעיקר מהשפעות מגפת הקורונה שהתבטאו בירידה בשיעורי התפוסה בנכסי השכירות החופשית, מעלייה בהוצאות הביטוח, מסי הנדל"ן ודמי הניהול. ה-NOI מנכסים מניבים קיימים צפוי להערכתנו לעמוד על כ-52 מיליון דולר בשנת 2020 לעומת כ-57 מיליון בשנת 2019. על פי הנמסר מהחברה, היא צופה כי העלייה בהוצאות הביטוח

הינה זמנית וכי הן יחזרו לרמות ההיסטוריות עם חלוף משבר הקורונה. החברה צופה גם קיטון מסוים במיסי הנדל"ן החל משנת 2021.

מינוף החברה, המתבטא ביחס החוב לחוב והון העצמי, צפוי לעמוד על כ-61%-62% בשנת 2020, לעומת כ-60% בשנת 2019. עלייה זו נובעת בעיקר מהפסד מהפרשי שער ומגידול של כ-27 מיליון דולר בחוב נטו בשל התחזקות השקל ברבעון הרביעי של 2020, במקביל לעיכוב במסירת פרויקט הייזום ברחוב 31 שהתקבולים ממנו היו אמורים לתמוך בהורדת המינוף. יש לציין כי היחלשות זאת הינה בהמשך לביצועי החברה ב-2019, בה לא תאמו היחסים הפיננסיים של החברה את יעדי הדירוג, וזאת בעיקר על רקע מכירת דירות מוסבות נמוכה מהתחזית וירידת שווי תיק הנכסים בסוף השנה.

### **מנגד, מכירת דירות מוסבות, ובעיקר התזרים הנובע מהן, תומכים בנזילות ובדירוג הנוכחי של החברה.**

מהמידע שנמסר מהחברה, בשנת 2020 היא מכרה 122 דירות (לעומת 95 דירות בשנת 2019), למרות ההגבלות הפיזיות וסגירת משרדי המכירות של החברה בזמן הסגר, תמורת כ-52 מיליון דולר ועם תזרים צפוי של כ-45 מיליון דולר, העומד בציפיותינו הקודמות. הרווח המתואם ממכירות אלו, המושפע ממחיר המכירה, הוצאות המכירה והעלות ההיסטורית של הדירות, צפוי לעמוד על כ-12-14 מיליון דולר, לעומת כ-17 מיליון דולר בשנת 2019. נכון לסוף 2020, החברה מחזיקה בכ-1,400 דירות בבניינים שבהם כבר הושלם הליך ההמרה, בנוסף ל-75 דירות שבהן כבר התקבל אישור לשיווק מהתובע הכללי, ועוד 211 דירות שבהן החברה הספיקה להגיש תכנית להמרה. דירות שהתקבל בהם אישור או הוגשו בגיבן תכניות לפני שינוי החקיקה של שנת 2019 אינן מושפעות מהשינוי. מלאי הדירות הקיים תומך בגמישות הפיננסית של החברה, אך יחד עם זאת, היקף ומועד מכירות אלו קשים יותר לחיזוי. החברה תלויה במכירת דירות אלו על מנת לשמור לאורך זמן על היחסים הפיננסיים ההולמים את הדירוג ולצורכי הנזילות, בשל אמורטיזציה גבוהה יחסית של איגרות החוב. עם זאת, מתוך מלאי זה, לחברה כ-100 דירות ריקות אשר ניתנות למכירה (מתוכן כ-29 דירות תחת חוזים חתומים), אשר יחד עם העובדה שמחיריהן של מרבית הדירות שהחברה מוכרת נמוכים מהממוצע בשוק ולכן תנודתיים פחות, תומכות בקצב המכירות השנתי החזוי ובהערכתנו לשיפור ביחסים הפיננסיים החל משנת 2021.

### **להערכתנו, החברה תציג בשנים הקרובות יחס כיסוי של כ-1.5 וירידה ביחס המינוף לפחות מ-60%,**

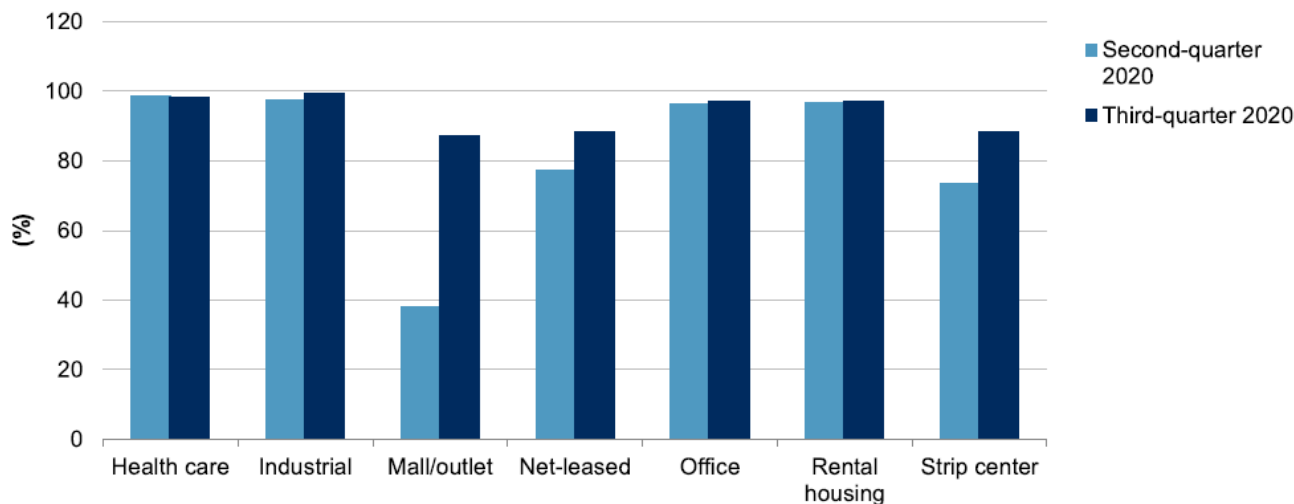
**ההולמים את הדירוג הנוכחי.** הערכה זו נתמכת בכוונת החברה לשמור, ואף להגביר, את קצב מכירת הדירות המוסבות, בציפיותינו לביצועים תפעוליים יציבים של תיק הנכסים המניב, במקביל לקיטון צפוי בהוצאות המימון בשל המשך פירעון אג"ח, שיקוזז חלקית בשל הנפקת סדרת אג"ח ה' בריבית גבוהה יחסית, ובזכות השלמת הפרויקט ברחוב ה-31, שאכלוסו החל לאחרונה והתקבולים ממנו צפויים להתקבל בשנתיים הקרובות (נכון להיום נמכרו כשליש מהדירות בפרויקט). פרויקט זה צפוי להניב, על פי החברה, תזרים כולל של כ-45-65 מיליון דולר, מתוכם החזר הון של כ-35 מיליון דולר. הערכתנו מתבססת גם על הימנעות החברה מרכישות

משמעותיות בשנתיים הקרובות. לא כללנו בתרחיש הבסיס שלנו שינוי מהותי בשווי תיק הנכסים של החברה, אך שינויים שליליים מהותיים בשווי התיק עלולים להפעיל לחץ שלילי על הדירוג.

**מגפת הקורונה השפיעה לרעה על גובה דמי השכירות ושיעורי התפוסה של חברות מגורים להשכרה**

בארה"ב, אך שיעורי הגבייה נותרו טובים יחסית. בעוד שאנו רואים פחות תנודתיות במגזר המגורים להשכרה מרוב סוגי נדל"ן אחרים, הוא נוטה להיות מושפע באופן מהיר יותר ממיתון, בהתחשב בתנאי השכירות הקצרים יחסית של השוכרים (כ-12 חודשים). יתר על כן, במהלך מיתון זה בעקבות מגפת הקורונה, צווי הקפאת פינוי הדיירים הובילו למספר מצומצם של דיירים שלא שילמו שכר דירה גם אם היו להם האמצעים לכך. עם זאת, שיעורי גביית דמי השכירות בחברות מגורים להשכרה נותרו גבוהים יחסית, וממוצע הגבייה ברבעון השלישי של 2020 בקרב החברות המדורגות בארה"ב עמד על כ-97.5%. גם בחברת דה זראסאי חל שיפור בשיעור הגבייה מתחילת המשבר, שנתמך להערכתנו גם במענקים פדרליים אשר ניתנו לחלק מהאזרחים. בחודש אפריל עמד שיעור הגבייה על כ-85%, בחודש מאי על כ-91% והחל מחודש יוני השתפר למעל 97% בממוצע.

**תרשים 1 – שיעור גביית דמי שכירות ממוצע לפי סקטורים בקרנות REIT מדורגות בארה"ב**



Sources: S&P Global Market Intelligence and company filings for REITs rated by S&P Global Ratings. Copyright © 2020 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

שיעורי התפוסה בחברות הנדל"ן המניב למגורים המדורגות בארה"ב ירדו משיעורי שיא שנקבעו ברבעון הרביעי 2019 (96.5%) לכ-94.9% נכון ל-30 בספטמבר, 2020, אך להערכתנו עדיין מדובר בשיעור תפוסה בריא. בדה זראסאי גרופ נרשמה יציבות בשיעור התפוסה אשר עומד על כ-95%, וזאת לאחר ירידה מסוימת בשיעור התפוסה של נכסי השכירות החופשית בשל חלק מהמגמות המאפיינות את השוק במשבר זה. שיעור התפוסה נתמך בעובדה כי מרבית נכסי החברה (כ-96% מיחידות הדיור) הם תחת שכירות מפוקחת של עיריית ניו יורק,

אשר דמי השכירות בהם לרוב נמוכים משמעותית מדמי שכירות בשוק, המקנה לחברה נראות טובה של הכנסות וביקוש קשיח יחסית לנכסיה גם בתנאי שוק לא אופטימליים, אך במקביל חושפת את החברה לסיכונים הנובעים משינויים רגולטוריים, כפי שראינו בשנת 2019.

אנו צופים המשך לחץ מסוים על דמי השכירות ושיעורי התפוסה של חברות נדל"ן מניב למגורים בארה"ב ברבעונים הקרובים כתוצאה מהמיתון, עם עלייה מסוימת בשיעור השוכרים שאינם משלמים שכר דירה על רקע צווי הקפאת פינוי. עם זאת, אנו מעריכים בשלב זה כי צפויה התאוששות מסוימת במהלך 2021 המונעת על ידי צפי לצמיחה כלכלית ולשיפור במגמות התעסוקה בארה"ב. התחזית שלנו על הכלכלה ועל התעשייה כוללת הנחה כי חיסון נגד קורונה יהיה זמין באופן נרחב לקראת אמצע 2021.

במקביל להתקדמות במבצעי החיסונים בישראל ובמדינות אחרות, אנו סבורים כי עדיין קיימת אי ודאות רבה לגבי התפתחות מגפת הקורונה והשפעותיה הכלכליות. עמידות נרחבת לנגיף, שחלק מהמדינות עשויות להשיג עד אמצע השנה, תעזור לסלול את הדרך לרמות נורמליות יותר של פעילות חברתית וכלכלית. אנו נשענים על הנחה זו לגבי קצב התקדמות החיסונים בהערכת השלכותיה הכלכליות של המגפה והשפעתה על איכות האשראי של ארגונים וחברות (ראו דיווחים באתר [S&P מעלות](#) ובאתר [S&P Global Ratings](#)). עם התפתחות המצב, נעדכן את הנחותינו והערכותינו בהתאם.

### תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי ב-12 החודשים הקרובים ימשיך תיק הנכסים הקיים של החברה לשמור על יציבות תפעולית, שתתבטא, בין היתר, בשיעורי תפוסה וגבייה יציבים, תוך יצירת תזרימי מזומנים יציבים ומשמעותיים, בעיקר ממכירת הדירות המוסבות, אשר יובילו לשמירה על יחסים פיננסיים התואמים את הדירוג הנוכחי. הערכתנו נתמכת במיקוד פעילות החברה בתחום הנדל"ן למגורים, מלאי הדירות המוסבות הניתנות למכירה ותחילת אכלוסו של פרויקט הייזום ברחוב 31. היחסים ההולמים להערכתנו את הדירוג הנוכחי הם יחס EBITDA להוצאות מימון של כ-1.5x ויחס חוב לחוב והון עצמי של כ-60%, תוך שמירה על נזילות "הולמת" לאורך זמן.

### התרחיש השלילי

נשקול פעולת דירוג שלילית אם תחול התדרדרות לאורך זמן ביחסים הפיננסיים של החברה, ליחס חוב לחוב והון עצמי גבוה משמעותית מ-60% או ליחס EBITDA להוצאות מימון נמוך מ-1.3x. תרחיש זה עלול לקרות למשל בעקבות ירידה משמעותית בקצב מכירת הדירות המוסבות או אם תחול הרעה בביצועי הנכסים או בנתוני שוק ההשכרה המפוקח, אשר ישפיעו לשלילה גם על שווי תיק הנכסים של החברה. כמו כן, התדרדרות ברמת הנזילות של החברה ו/או במרווח על התניותיה הפיננסיות, בין היתר כתוצאה מהתחזקות השקל, תפעיל לחץ שלילי על הדירוג. תרחיש זה עשוי להתממש גם אם ניווכח כי השפעת מגפת הקורונה על ביצועי החברה נרחבת ומתמשכת משצפינו.

## התרחיש החיובי

פעולת דירוג חיובית תיתכן אם נעריך כי החברה תשמור לאורך זמן על יחס חוב לחוב והון עצמי של כ-55% ועל יחס EBITDA להוצאות מימון של כ-2.0x, בהינתן תזרים איתן ויציב ממכירת דירות מוסבות והפחתת התנודתיות ביחסים. תרחיש זה ייתכן במקרה של הגדלת ההכנסות מהנכסים המניבים במקביל לירידה בהוצאות המימון, אשר תתרום לנראות ההכנסות והתזרימים וליציבות יחסי הכיסוי, ושל לפחות שמירה על קצב מכירת הדירות המוסבות אשר תתרום לגידול ב-EBITDA המתואם ולהורדה של המינוף.

## תיאור החברה

דה זראסאי גרופ לטד ("החברה") היא חלק מקבוצת Pinnacle, אחת הקבוצות הוותיקות בתחום הדיור המפוקח להשכרה בעיר ניו יורק. החברה פועלת ברכישה, השכרה, פיתוח והשבחה של בנייני מגורים בניו יורק, שרובם הגדול נמצא תחת שכירות מפוקחת של עיריית ניו יורק. תיק הנכסים של החברה מוערך בכ-2.1 מיליארד דולר וכולל כ-8,900 יחידות דיור בכ-125 בנייני מגורים הפזורים בארבעת הרבעים המרכזיים של העיר ניו-יורק (מנהטן, ברוקלין, קווינס וברונקס). נשיא החברה ובעל השליטה בה הוא מר ג'ואל וינר, הפעיל בתחום הנדל"ן בעיר ניו יורק יותר מ-40 שנה.

## תרחיש הבסיס שלנו מתבסס על ההנחות המרכזיות שלהלן:

- התכווצות של כ-3.9% בתמ"ג של ארה"ב ב-2020 וצמיחה של כ-4.2% ב-2021 ושל כ-3.0% בשנת 2022.
- אף שהמיתון מפעיל לחץ מסוים על דמי השכירות ושיעורי התפוסה והגבייה, אנו צופים כי נכסי המגורים להשכרה יישארו יציבים יותר להשפעות המגפה בהשוואה לרוב סוגי הנדל"ן המניב.
- אנו מעריכים בשלב זה כי צפויה התאוששות מסוימת בענף המגורים להשכרה במהלך 2021 המונעת על ידי צפי לצמיחה כלכלית ולשיפור במגמות התעסוקה בארה"ב, ועל ידי המשך התחסנות האוכלוסייה.
- עלייה של עד 1% לשנה בשכר הדירה המפוקח בשנים 2021-2022.
- גידול ב-EBITDA בשנתיים הבאות, הנתמך בשמירה על היקף מכירת דירות מוסבות ובקבלת דיבידנדים מחברות כלולות (פרויקטי דירות למכירה ברחובות 31 ו-81).
- ירידה ברווחיות הגולמית של הנכסים המניבים לכ-36%-37% בשנת 2020, לעומת כ-39.4% בשנת 2019, בעיקר כתוצאה מירידה בשיעורי התפוסה בנכסי השכירות החופשית ומעלייה בהוצאות הביטוח ומסי הנדל"ן. עם זאת, על פי הנמסר מהחברה, חלק מהוצאות אלו אמורות לקטון חזרה החל משנת 2021.
- היעדר רכישות משמעותיות בשנתיים הקרובות לאור תנאי שוק הדיור להשכרה המפוקח, בו חלה האטה משמעותית בעסקאות מאז שינוי החקיקה.
- השקעות הוניות (capex) שוטפות בהיקף של 10-15 מיליון דולר בשנה (לא כולל השקעות הנדרשות בדירות המוסבות לפני מכירתן).

### תחת תרחיש הבסיס שלנו, היחסים המתואמים חזויים להיות כדלקמן:

- יחס EBITDA להוצאות מימון של כ-1.1x ב-2020 ושל 1.4x-1.6x בשנים 2021-2022.
- יחס חוב לחוב והון עצמי של כ-57%-62% בשנים 2020-2022.

### נזילות

אנו מעריכים את נזילותה של דה זראסאי גרופ לטד כ"הולמת". אנו צופים כי היחס בין המקורות של החברה לשימושים ב-12 החודשים שהחלו ב-1 באוקטובר, 2020, יעלה על 1.2x. הערכה זאת מבוססת בעיקר על יתרת המזומנים הקיימת, על תזרים המזומנים המיוצר מדי שנה מפעילות הליבה (השכרת דירות תחת פיקוח) וממכירת דירות ועל היקף החלויות השוטפות בכל שנה. אנו מעריכים שהחברה תשמור על עודף מקורות על שימושים ועל עמידה באמות המידה הפיננסיות גם בתרחיש של ירידה של 10% ב-EBITDA וכי לחברה נגישות טובה למערכת הבנקאית בארה"ב.

אנו מעריכים כי לחברה גמישות פיננסית בזכות האפשרות למכור דירות מוסבות (רובן ללא שעבוד), במיוחד בשל מספר הדירות והתזרים הגלום בהן, דבר אשר מחזק את פרופיל הנזילות. על פי החברה, היקף הנכסים הלא משועבדים של החברה עמד בסוף 2020 על כ-190 מיליון דולר.

בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים כי המקורות העומדים לרשות החברה ב-12 החודשים שהתחילו ב-1 באוקטובר, 2020, הם:

- מזומנים ושווי מזומנים בסך כ-42 מיליון דולר.
- תזרים מפעילות שוטפת בסך כ-45-50 מיליון דולר (בניכוי ריבית ומס תזרימיים, בתוספת דיבידנדים מכלולות ולאחר פירעון החוב על הדירות המוסבות המכורות).
- תמורה נטו של כ-30 מיליון דולר מהנפקת סדרת אג"ח ה' (הושלם).

ההנחות שלנו לגבי השימושים של החברה באותה תקופה הן:

- חלויות שוטפות של איגרות חוב וחוב בנקאי בסך כ-77 מיליון דולר.
- הוצאות הוניות (capex) בנכסים הקיימים של כ-12-14 מיליון דולר.

### התניות פיננסיות

נכון ל-30 בספטמבר, 2020, לחברה מספר התניות לבעלי האג"ח ולמלווים פיננסיים. להבנתנו, החברה עומדת בהן עם מרווח הולם.

### התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי

מבנה הון: ניטרלי

נזילות: ניטרלי

מדיניות פיננסית: ניטרלי  
ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי  
השוואה לקבוצת ייחוס: ניטרלי

## ניתוח שיקום חוב

### שיקולים עיקריים

- אנו מעדכנים את דירוג שיקום החוב לסדרות אג"ח ד' ו-ה' של חברת דה זראסאי גרופ לטד המובטחות בשעבוד ראשון על נכסי נדל"ן מניב ל-'1' מ-'2' (הערכתנו לשיעור שיקום החוב אינה מוגבלת עוד על ידי דירוג המנפיק). דירוג שיקום החוב משקף את הערכתנו כי בהינתן תרחיש כשל פירעון היפותטי, שיעור שיקום החוב יהיה 90%-100%, בהתחשב בשווי וסוג הבטוחה ובהתניות הפיננסיות. כתוצאה מכך, אנו מאשררים את דירוג ilAA לסדרות אג"ח אלו, שתי רמות דירוג (נוצ'ים) מעל לדירוג המנפיק.
- אנו מורידים את דירוג סדרת אג"ח ג' הבלתי מובטחת של חברת דה זראסאי גרופ לטד ל-'ilAA', רמת דירוג (נוץ') אחת מעל לדירוג המנפיק. דירוג שיקום החוב לסדרה זו הוא '2', ומשקף את הערכתנו כי בהינתן תרחיש כשל פירעון היפותטי, שיעור שיקום החוב יהיה 70%-90%.

### הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי

- שנת אירוע כשל פירעון היפותטי: 2025
- מיתון עמוק בכלכלת ארה"ב יקשה על שוכרי החברה לשלם את שכר הדירה ויוביל לירידה בשיעורי התפוסה בנכסים, וכתוצאה מכך לקיצוץ עמוק בהכנסות משכירות של החברה ולגידול בעלויות התפעול.
- שווי הנכסים של החברה יקטן בכ-30% בהתחשב בסוג הנכסים ופיזור שוכרים (כ-125 נכסי מגורים להשכרה עם כ-8,900 דירות בעיר ניו יורק, שכ-96% מהם הם בשכירות מפוקחת) ומאידך בפיזור גיאוגרפי נמוך.
- במהלך ההתדרדרות ההיפותטית תשתמש החברה ביתרת המזומנים העודפת שברשותה.
- החברה תמשיך לפעול כעסק חי, הערכה הנתמכת במיקומים של נכסיה שיאפשרו לה להשיג מימון מחדש כדי לפרוע חלק מהתחייבויותיה.
- אנו מניחים כי סדרות אג"ח ד' ו-ה' ייהנו, בנוסף לשווי הבטוחות הספציפיות, גם מחלוקת השווי הפנוי שישאר לכיסוי החוב הבלתי מובטח, פארי פאסו עם סדרת אג"ח ג'.

### מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון

- שווי כעסק חי (ברוטו) לפי שווי נכסי: כ-1,426 מיליון \$
- עלויות אדמיניסטרטיביות: 7%
- שווי פנוי לכיסוי חוב בנקאי מובטח: כ-1,169 מיליון \$
- סך חוב בנקאי מובטח: כ-786 מיליון \$
- שווי פנוי לכיסוי כלל החוב הבלתי מובטח: כ-383 מיליון \$



## דה זראסאי גרופ לטד

- שווי פנוי לכיסוי חוב מובטח (סדרה ד'), בהתחשב בשווי הבטוחה הספציפית ובהשתתפות לפי חלקה בשווי הפנוי לכיסוי חוב בלתי מובטח: כ-70 מיליון \$
  - סך חוב מובטח (סדרה ד'): כ-71 מיליון \$
  - שווי פנוי לכיסוי חוב מובטח (סדרה ה'), בהתחשב בשווי הבטוחה הספציפית ובהשתתפות לפי חלקה בשווי הפנוי לכיסוי חוב בלתי מובטח: כ-100 מיליון \$
  - סך חוב מובטח (סדרה ה'): כ-101 מיליון \$
  - הערכת שיעור שיקום חוב מובטח (סדרות ד' ו-ה'): 90%-100%
  - סך חוב לא מובטח (סדרה ג' ויתרת סדרות ד' ו-ה' שלא כוסתה על ידי הבטוחות הספציפיות): 441 מיליון \$
  - הערכת שיעור שיקום חוב בלתי מובטח (סדרה ג'): 70%-90%
- נתוני החוב כוללים ריבית צבורה חצי-שנתית ואמורטיזציה קרובה של אג"ח.

### השפעת הערכת שיקום חוב על דירוג החוב ביחס לדירוג המנפיק

הערכת שיקום חוב באחוזים	תיאור	ציון הערכת שיקום חוב	דירוג הסדרה מעל/מתחת לדירוג המנפיק
100%	צפי להחזר מלא	1+	3+ נוצ'ים
100%-90%	שיקום חוב גבוה מאד	1	2+ נוצ'ים
90%-70%	שיקום חוב גבוה	2	1+ נוצ'
70%-50%	שיקום חוב משמעותי	3	0 נוצ'ים
50%-30%	שיקום חוב ממוצע	4	0 נוצ'ים
30%-10%	שיקום חוב צנוע	5	1- נוצ'
10%-0%	שיקום חוב זניח	6	2- נוצ'ים

דירוגי שיקום חוב מוגבלים במדינות מסוימות על מנת להביא בחשבון סיכויי שיקום חוב מופחתים במדינות אלו. דירוגי שיקום חוב של הנפקות חוב לא מובטחות מוגבלות גם הן בדרך כלל (למידע נוסף ראו שלב 6, פסקאות 98-90 של המתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא פיננסיים, 7 בדצמבר, 2016).

### מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- [מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת ניהול וממשל תאגידי של חברות ומבטחים](#), 13 בנובמבר, 2012
- [מתודולוגיה: סיכון ענפי](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידים](#), 16 בדצמבר, 2014
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא-פיננסיים](#), 7 בדצמבר, 2016
- [מתודולוגיה: גורמי מפתח לדירוג חברות נדל"ן](#), 26 בפברואר, 2018
- [מתודולוגיה - כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים](#), 25 ביוני, 2018
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה לחישוב יחסים פיננסיים והתאמות](#), 1 באפריל, 2019

- מתודולוגיה - כללי: דירוג חברות בקבוצה, 1 ביולי, 2019
- הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings, 5 בינואר, 2021
- דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי, 26 ביוני, 2018
- היציאה מהאזורים העירוניים משקפת את השינוי במבנה שוק הדיור להשכרה בעקבות המגפה, 29 בדצמבר, 2020

**רשימת דירוגים**

דה זראסאי גרופ לטד	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
<b>דירוג(י) המנפיק</b> טווח ארוך	ilA+\Stable	11/02/2013	30/01/2020
<b>דירוג(י) הנפקה</b> <u>חוב בכיר מובטח</u> סדרה ד סדרה ה	ilAA ilAA	21/05/2018 18/08/2020	30/01/2020 18/08/2020
<u>חוב בכיר בלתי מובטח</u> סדרה ג	ilAA-	19/01/2017	30/01/2020
<b>היסטוריית דירוג המנפיק</b> טווח ארוך פברואר 02, 2021 ינואר 30, 2020 ינואר 08, 2014 פברואר 11, 2013	ilA+\Stable ilAA-\Negative ilAA-\Stable ilA+\Stable		
<b>פרטים נוספים</b> זמן בו התרחש האירוע זמן בו נודע לראשונה על האירוע יוזם הדירוג	10:09 02/02/2021 10:09 02/02/2021 החברה המדורגת		

S&P מעלות הוא שמה המסחרי של חברת "אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ". לרשימת הדירוגים המעודכנים ביותר ולמידע נוסף אודות מדיניות המעקב אחר דירוג האשראי, יש לפנות לאתר אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ בכתובת [www.maalot.co.il](http://www.maalot.co.il)

כל הזכויות שמורות ©. אין לשנות, לבצע הנדסה לאחור, לשכפל, להפיץ בכל צורה ובכל דרך, או לאחסן במאגר מידע או במערכת לאחזור מידע את התוכן (לרבות דירוגים, אנליזות ומידע הקשורים לדירוגים, הערכות, מודלים, תוכנה ותוצריה), וכל חלק ממנו (להלן, "יחדיו", "התוכן"), מבלי לקבל את הסכמתה מראש ובכתב של אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ או חברות הקשורות לה (להלן, "יחדיו", "S&P"). התוכן לא יישמש למטרות לא חוקיות או לא מורשות. S&P וצדדים שלישיים הנותנים לה שירותים, לרבות הדירקטורים, המנהלים, בעלי המניות, העובדים או השלוחים שלהם (להלן, "יחדיו", "S&P והצדדים הקשורים") אינם ערבים לדיוקו, שלמותו, עדכניותו או זמינותו של התוכן. S&P והצדדים הקשורים אינם אחראים לטעויות או השמטות (בין אם הן נובעות מרשלנות ובין אם לאו), מכל סיבה שהיא, לתוצאות הנובעות משימוש בתוכן, או לאבטחתו או תחזוקתו של מידע שמסרו המשתמשים. התוכן מסופק על בסיס AS-IS (כמות שהוא). **S&P והצדדים הקשורים לא נותנים כל התחייבות או מצג, מפורש או משתמע, לרבות, אך לא רק, בעניין האיכות המספקת או התאמה לצורך כזה או אחר, היעדר באגים, טעויות תוכנה או פגמים, שתפקודו של התוכן לא ישובש או שהתוכן יפעל עם כל תצורת תכנה או חומרה.** בכל מקרה, S&P והצדדים הקשורים לא יישאו בכל אחריות לנזקים ישירים ו/או עקיפים מכל מין וסוג, לרבות נזקים נלווים או תוצאתיים, פיצויים לדוגמה, פיצויים עונשיים או פיצויים מיוחדים, עלויות, הוצאות, הוצאות משפטיות או הפסדים (ובכלל זה, מבלי לגרוע מכלליות האמור, פיצויים בגין הפסד הכנסות או רווחים, אבדן הזדמנויות עסקיות או הפסדים שנגרמו מרשלנות), אשר נגרמו בקשר עם שימוש בתוכן, גם במידה ונמסר להם מראש על האפשרות לנזקים כאמור.

דירוגים וניתוחים אנליטיים אחרים, לרבות הדירוגים ומידע אחר הכלול בתוכן, מהווים הבעת דעה שהינה נכונה למועד פרסומה ואינם מהווים דבר שבעובדה. הדירוגים והניתוחים האנליטיים האחרים של S&P אינם מהווים המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות, ואינם מתייחסים לנאותותם של ניירות ערך כלשהם. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו בכל צורה או פורמט. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות השקעה או החלטות עסקיות אחרות, והוא אינו תחליף לכישורים, שיקול דעת או ניסיון של המשתמשים, הנהלתם, עובדיהם, יועציהם ו/או לקוחותיהם בקבלת החלטות כאלה. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או כיועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך, אלא במקום בו היא רשומה ככזאת. דוחות דירוג נכונים למועד פרסומם. S&P מעדכנת את דוחות הדירוג בעקבות מעקב שוטף אחר אירועים או מעקב שנתי.

S&P אוספת מידע ממקורות אמינים להערכתה, אך אינה מבקרת את המידע והיא אינה מחויבת לבצע בדיקת נאותות או אימות עצמאי של המידע שהיא מקבלת. S&P מפרסמת דוחות הקשורים לדירוג מסיבות שונות שאינן בהכרח תוצאה של ועדת דירוג, ובכלל זה פרסום עדכון תקופתי לגבי דירוג אשראי וניתוחים קשורים.

במידה שרשויות הרגולציה מאפשרות לחברת דירוג להכיר בתחום שיפוט מסוים בדירוג שנקבע בתחום שיפוט אחר למטרות רגולטוריות מסוימות, S&P שומרת לעצמה את הזכות לקבוע, להפסיק או להשעות הכרה כזו בכל עת על פי שיקול דעתה הבלעדי. S&P והצדדים הקשורים אינם נוטלים על עצמם כל מחויבות הנובעת מקביעה, הפסקה או השעיה של הכרה בדירוג או כל חבות לכל נזקים שנטען שנבעו מהן.

על מנת לשמר את העצמאות והאובייקטיביות של פעולותיהן של היחידות השונות של S&P, S&P שומרת על הפרדה בין פעולות אלו. כתוצאה מכך, ייתכן וליחידות מסוימות יהיה מידע אשר אינו זמין ליחידות אחרות של S&P. S&P גיבשה נהלים ותהליכים על-מנת לשמור על סודיות מידע מסוים שאינו פומבי המתקבל בקשר לכל הליך אנליטי שהיא מבצעת.

S&P מקבלת תמורה כספית עבור מתן שירותי הדירוג והניתוחים האנליטיים שהיא מבצעת, בדרך כלל מהמנפיקים או מהחמתים של ניירות הערך המדורגים, או מהחייבים. S&P שומרת לעצמה את הזכות להפיץ את חוות הדעת שלה והניתוחים האנליטיים. הדירוגים הפומביים של S&P והאנליזות מופיעים באתר S&P מעלות, בכתובת [www.maalot.co.il](http://www.maalot.co.il) או באתר S&P, בכתובת [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com), ויכולים גם להיות מופצים באמצעים אחרים, כולל בפרסומים של S&P ושל צדדים שלישיים.