

דה זראסאי גרופ לטד

1 בפברואר 2022

עדכון דירוג

שינוי תחזית הדירוג לשלילית בשל היתכנות לאי עמידה מתמשכת ביחסים הפיננסיים ההולמים את הדירוג; אשרור דירוג 'A+'
אשרור דירוג 'A+'

אנליסט אשראי ראשי:

דימה פוסטירנק, 972-3-7539736, dima.postirnak@spglobal.com

איש קשר נוסף:

איל עברון, 972-3-7539723, eyal.evron@spglobal.com

תוכן עניינים

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

שינוי תחזית הדירוג לשלילית בשל היתכנות לאי עמידה מתמשכת ביחסים הפיננסיים ההולמים את הדירוג; אשרור דירוג 'ilA+'

תמצית פעולת הדירוג

- אנו צופים כי בשנת 2021 תציג חברת דה זראסאי גרופ לטד ("החברה") יחסים פיננסיים שאינם הולמים את הדירוג הנוכחי, בעיקר בשל שחיקה ב-NOI (net operating income) מהנכסים המניבים ובשל קצב נמוך מהצפוי של מסירת הדירות והמחירים הנמוכים מהצפוי בפרויקט הייזום ברחוב 31.
- על פי התוכנית העסקית שלה, החברה צופה גידול מהותי ב-NOI מהנכסים המניבים כבר ב-2022. כמו כן, על פי החברה, היא מכרה ב-2021 138 דירות מוסבות, תוך הנבת הכנסות ותזרים שעמדו בציפיותינו, ומחזרה מספר הלוואות בכירות משמעותיות על נכסיה המניבים תוך הקטנת שיעור הריבית ויצירת עודף תזרימי, אשר תמכו בנזילות החברה ובפירעונות האג"ח השוטפים.
- להערכתנו, בשנתיים הקרובות יחול שיפור מסוים ביחסים הפיננסיים בהשוואה ל-2021, שייתמך בהתייבבות הנכסים המניבים, ובשמירה ואף עלייה בקצב מכירת הדירות המוסבות, שנתמך בהיקף הדירות הריקות הזמינות למכירה ובהיקף גבוה יחסית של חוזים חתומים נכון להיום. אולם שיפור זה והיקפו תלויים בהתממשות תחזיותיה ותוכניותיה של החברה.
- בהתאם לזאת, ב-1 בפברואר 2022 אשררנו את הדירוג 'ilA+' של חברת דה זראסאי גרופ לטד, אך שינוי את תחזית הדירוג לשלילית מיציבה. כמו כן אשררנו את הדירוג 'ilAA-' לסדרת אג"ח ג' הבלתי מובטחת של החברה ואת הדירוג 'ilAA' לסדרות האג"ח המובטחות ד' ו-ה'.
- תחזית הדירוג השלילית משקפת את הערכתנו כי ייתכן שב-12 החודשים הקרובים החברה עדיין לא תציג יחסים ההולמים את הדירוג הנוכחי ואת ההיתכנות לחריגה מיחסים אלו גם בעתיד, כלומר יחס מתואם EBITDA להוצאות מימון של כ-1.3x-1.5x ויחס חוב לחוב והון עצמי של כ-60%.

שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג

תחזית הדירוג השלילית נובעת מאי עמידתה של החברה בשנה האחרונה ביחסים הפיננסיים ההולמים את הדירוג, בניגוד לתחזיותינו הקודמות, ומהיתכנות לחריגה מיחסים אלו גם בעתיד, בין היתר במקרה של NOI נמוך מהצפוי מהנכסים המניבים או היקף נמוך מהצפוי של מכירת דירות מוסבות.

ב-2021 הציגה החברה יציבות בשיעור התפוסה הכולל של תיק הנכסים, שעומד על כ-95%, אך שיעורי התפוסה בנכסי השכירות החופשית נשארו נמוכים יחסית, כחלק מהמגמה שאפיינה את השוק במשבר הקורונה, אם כי אלה עלו לקראת סוף השנה. שיעור התפוסה הכולל נתמך בהיותם של מרבית נכסי החברה

תחת שכירות מפקחת של עיריית ניו יורק, המובילה לכך שדמי השכירות בהם נמוכים משמעותית ממחירי השוק, ומקנה לחברה נראות טובה של הכנסות וביקוש קשיח יחסית לנכסיה גם בתנאי שוק לא אופטימליים, אך במקביל חושפת את החברה לסיכונים הנובעים משינויים רגולטוריים, כפי שהתרחש ב-2019. כמו כן, בעוד שאנו רואים פחות תנודתיות במגזר המגורים להשכרה מרוב סוגי נדל"ן אחרים, הוא נוטה להיות מושפע מהר יותר ממיתון, בשל חוזי השכירות הקצרים יחסית של השוכרים (כ-12 חודשים). יתר על כן, במהלך המיתון שנבע ממגפת הקורונה, צווי הקפאת פינוי הדיירים (שפגו בינואר 2022) אפשרו למספר מצומצם של דיירים לא לשלם דמי שכירות גם אם היו להם האמצעים לכך, אף ששיעורי הגבייה הממוצעים נותרו גבוהים יחסית במהלך 2021, כ-94%-100%.

כתוצאה משיעורי התפוסה הנמוכים יחסית בנכסי השכירות החופשית במהלך השנה, החזקת מספר גבוה יחסית של דירות קונדו ריקות לצורך מכירתן, פגיעה מסוימת מחובות אבודים ועלייה בהוצאות התפעוליות, בעיקר בהוצאות הביטוח, אנו צופים שחיקה ב-NOI וב-EBITDA מנכסים מניבים זהים ב-2021 לכ-44-46 מיליון דולר, לעומת כ-49 מיליון דולר ב-2020 וכ-57 מיליון דולר ב-2019. אנו צופים כי יחס הכיסוי EBITDA להוצאות המימון של החברה יעמוד השנה על כ-1.0x, בדומה ל-2020, יחס שאינו הולם את הדירוג. מינוף החברה, כמתבטא ביחס החוב לחוב והון העצמי, צפוי לעמוד על כ-63% בשנת 2021, בדומה לשנת 2020. בשונה מציפיותינו הקודמות לא חלה ירידה במינוף החברה, בעיקר בשל הפסד כתוצאה מהפרשי שער חליפין וגידול של כ-20 מיליון דולר בחוב נטו בשל התחזקות השקל ברבעון הרביעי של 2021, במקביל לקצב ומחירי מכירה נמוכים מהצפוי בפרויקט הייזום ברחוב 31, שהתקבולים ממנו היו אמורים לתמוך בהורדת המינוף (על פי החברה, נכון להיום נמסרו 22 דירות בהיקף כולל של כ-41.5 מיליון דולר).

מכירת דירות מוסבות, ובעיקר התזרים הנובע מהן, תומכים בנזילות ובדירוג הנוכחי של החברה. מהמידע שנמסר מהחברה, ב-2021 היא מכרה 138 דירות (לעומת 122 דירות ב-2020), תמורת כ-55 מיליון דולר ועם תזרים צפוי של כ-40-45 מיליון דולר, העומד בציפיותינו הקודמות. הרווח המתואם ממכירות אלו, המושפע ממחיר המכירה, מהוצאות המכירה ומהעלות ההיסטורית של הדירות, צפוי לעמוד על כ-17-19 מיליון דולר, לעומת כ-13 מיליון דולר ב-2020. 38 מהדירות שנמכרו השנה הן חלק מעסקה למכירת 237 דירות בנכס Meadowwood, והן נמכרו ריקות, יוכרו, על פי הנמסר מהחברה, כחלק מההכנסות, וגלום בהן רווח גבוה משאר הדירות שנמכרו בנכס אילו היו מושכרות. העסקה למכירת 237 דירות הניבה לחברה תזרים נטו של כ-20 מיליון דולר לאחר פירעון החוב והוצאות עסקה, ותרמה לנזילותה, אך להערכתנו פוגעת במידה מסוימת בתזרים פוטנציאלי עתידי, מכיוון שמכירה הדרגתית של הדירות עם פינוי הדיירים הייתה יכולה להניב לחברה רווח ותזרים גדולים יותר, בדומה לדירות הריקות שנמכרו כחלק מהעסקה.

בסוף 2021 החזיקה החברה בכ-1,360 דירות בבניינים שבהם כבר הושלם הליך ההמרה מדירות מפקחות לדירות קונדו, התקבל אישור לשיווק מהתובע הכללי, או שהוגשה תוכנית להמרה לפני שינוי החקיקה של 2019, ולכן הן אינן מושפעות ממנו. מלאי זה תומך בגמישות הפיננסית של החברה, אך היקף ומועד המכירות

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 יש לחברה כ-145 דירות ריקות הניתנות למכירה, ומתוכן כ-75-80 דירות עם חוזי מכירה חתומים (בחלק מהדירות החברה צריכה לסיים את הליך ההמרה לפני המסירה, אך היא צופה לעשות זאת ברבעונים הקרובים). דירות אלה, והעובדה שמחיריהן של מרבית הדירות שהחברה מוכרת נמוכים מהממוצע בשוק ולכן תנודתיים פחות, תומכות בקצב המכירות השנתי החזוי ובהערכתנו לשיפור ביחסים הפיננסיים החל מ-2022.

בנוסף, ב-2021 מחזרה החברה הלוואות בנקאיות בסך של כ-222 מיליון דולר באמצעות הלוואות חדשות בסכום של כ-264 מיליון דולר, תוך יצירת תזרים עודף נטו של כ-36.5 מיליון דולר והורדת שיעורי הריבית מ-3.75%-3.95% ל-2.63%-3% (חלקם משתנה עם גידור לשלוש שנים וחלקם קבוע לחמש השנים הראשונות). על פי החברה, היא השלימה מחזור נוסף בתחילת 2022 עם הלוואות חדשות בסך של כ-117 מיליון דולר, שהוביל ליצירת תזרים נטו של כ-18 מיליון דולר ולירידה בשיעור הריבית. מהלכים אלו תורמים לנראות של הוצאות המימון ותזרימי המזומנים וכן של יחסי הכיסוי הנגזרים מכך בטווח הבינוני.

בשל כך אנו מעריכים כי ב-2022-2023 תציג החברה יחס כיסוי של כ-1.3x-1.4x וירידה ביחס המינוף לכ-60%, יחסים ההולמים את הדירוג הנוכחי. הערכה זו נתמכת בכוונת החברה לשמור, ואף להגביר, את קצב מכירת הדירות המוסבות; בהתייבבות הנכסים הקיימים שתביא לעלייה ב-NOI בעיקר בשל עליית שיעורי התפוסה בנכסי השכירות החופשית (בעיקר העלייה בסוף הרבעון השלישי של 2021 בנכס 323 West 96th Street, המשועבד למחזיקי סדרת אג"ח ד'); העלייה בדמי השכירות בנכסים המפוקחים על בסיס החלטת ועדת השכירות בניו-יורק; קיטון בהיקף החובות האבודים; הנבה שנתית של הנכסים שתרם בעל השליטה ב-2021 (המייצגים תרומת הון של כ-13 מיליון דולר ותוספת NOI שנתית של כ-1 מיליון דולר); קיטון צפוי בהוצאות המימון בשל המשך פירעון איגרות החוב; והשלמה צפויה של פרויקט ברחוב 81. הערכתנו מתבססת גם על הימנעות החברה מרכישות משמעותיות בשנתיים הקרובות. בתרחיש הבסיס לא הבאנו בחשבון שינוי מהותי בשווי תיק הנכסים של החברה, אך שינויים שליליים מהותיים בשווי התיק עלולים להפעיל לחץ שלילי נוסף על הדירוג.

התפשטותו המהירה של וריאנט אומיקרון מעידה על אי הוודאות הגלומה במגפה ועל חשיבותם ותועלתם של החיסונים. אף שלא ניתן לשלול את האפשרות שווריאנטים חדשים ומסוכנים יותר יחליפו את וריאנט אומיקרון ויהיו עמידים לחיסונים הקיימים, בתרחיש הבסיס הנוכחי שלנו אנו מניחים שחיסונים אלו ימשיכו לספק הגנה מספקת ממחלה קשה. יתר על כן, ממשלות, עסקים ומשקי בית רבים ברחבי העולם נוקטים אמצעים שונים כדי להגביל את הפגיעה הכלכלית מגלי קורונה חוזרים ונשנים. כתוצאה מכך, איננו צופים שההתכווצות הכלכלית הגלובלית המשמעותית שנרשמה ברבעון השני של 2020 תחזור על עצמה. במקביל, אנו ממשיכים לבדוק כיצד כל מנפיק מתאים את עצמו לגלים חדשים באזור ובענף שלו.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג השלילית משקפת את הערכתנו כי ייתכן שב-12 החודשים הקרובים החברה עדיין לא תציג יחסים ההולמים את הדירוג הנוכחי ואת ההיתכנות לחריגה מיחסים אלו גם בעתיד, כלומר יחס מתואם EBITDA להוצאות מימון של כ-1.3x-1.5x ויחס חוב לחוב והון עצמי של כ-60%.

התרחיש השלילי

נשקול הורדת דירוג אם נעריך שהפרופיל הפיננסי של החברה נחלש והחברה לא תציג יחסים פיננסיים ההולמים את הדירוג לאורך זמן, או אם תחול הרעה בנזילות החברה. תרחיש זה עשוי להתממש, בין היתר, כתוצאה משחיקה מהותית ב-NOI מהנכסים המניבים לאורך זמן, מקיטון בהיקף מכירת הדירות המוסבות, מעיכובים בתזרימים הצפויים מפרויקטי הייזום או מירידה מהותית בשווי תיק הנכסים הקיים. נשקול הורדת דירוג גם אם יחול שינוי מהותי בתיק הנכסים של החברה אשר ישפיע לשלילה על הפרופיל הסיכון העסקי.

התרחיש החיובי

אנו עשויים לשנות את תחזית הדירוג ליציבה אם החברה תציג יחסים ההולמים את הדירוג לאורך זמן, תוך שמירה על יציבות תפעולית של תיק הנכסים הקיים. תרחיש זה תלוי, בין היתר, ביישום התכנית העסקית הכוללת עלייה מהותית ב-NOI מהנכסים המניבים הקיימים, הגברת קצב מכירת הדירות המוסבות והשלמה ומסירת הדירות בפרויקטי הייזום.

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 (נכסים מאוחדים וחלקה בהון של חברות כלולות) וכולל כ-8,750 יחידות דיור בכ-125 בנייני מגורים הפזורים בארבעת הרבעים המרכזיים של העיר ניו-יורק (מנהטן, ברוקלין, קווינס וברונקס). החברה נמצאת בבעלות פרטית ותלויה במידה רבה יחסית באנשי מפתח בודדים בחברה, ובראשם מר ג'ואל וינר, נשיא החברה ובעל השליטה בה, הפעיל בתחום הנדל"ן בעיר ניו יורק יותר מ-40 שנה.

תרחיש הבסיס שלנו מתבסס על ההנחות המרכזיות שלהלן:

- צמיחה של כ-3.9% בכלכלת ארה"ב ב-2022 ושל כ-2.7% ב-2023.
- שיעור אבטלה חזוי של כ-4.0% ב-2022 ושל כ-3.7% ב-2023.
- עלייה קבועה של 1%-1.5% לשנה בדמי השכירות המפוקחים בשנתיים הקרובות, בדומה לעלייה שנרשמה ב-2021.

דה זראסאי גרופ לטד

- גידול ב-EBITDA בשנתיים הבאות, הנתמך בהתייבבות הנכסים הקיימים, שמירה על היקף מכירת דירות מוסבות וקבלת רווחים מפרויקט הייזום למגורים ברחוב 81. בפרויקט ברחוב 31 אנו צופים החזר הון עצמי בלבד בשנים הקרובות.
- ירידה ברווחיות הגולמית של הנכסים המניבים לכ-32%-34% ב-2021 מכ-34.3% ב-2020, בעיקר כתוצאה משיעורי תפוסה נמוכים בנכסי השכירות החופשית, מהוצאות תחזוקה גבוהות יחסית של דירות קונדו ריקות ומעלייה בהוצאות התפעוליות, בעיקר בהוצאות הביטוח. אנו צופים שיפור מסוים ברווחיות הגולמית בשנתיים הקרובות לכ-35%-36%.
- הוצאות הוניות (capex) שוטפות בהיקף של כ-10 מיליון דולר בשנה (לא כולל השקעות הנדרשות בדירות המוסבות לפני מכירתן).
- יציבות יחסית בשווי הנכסים הקיימים.

תחת תרחיש הבסיס שלנו, היחסים המתואמים חזויים להיות כדלקמן:

- יחס EBITDA להוצאות מימון של כ-1.0x ב-2021 ושל 1.3x-1.4x בשנים 2022-2023.
- יחס חוב לחוב והון עצמי של כ-60%-63% בשנים 2021-2023.

נזילות

אנו מעריכים את נזילותה של דה זראסאי גרופ לטד כ"הולמת". אנו צופים כי היחס בין מקורות החברה לשימושיה ב-12 החודשים שהחלו ב-1 באוקטובר 2021 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, ושלחברה נגישות טובה למערכת הבנקאות בארה"ב, המתבטאת בין היתר במחזור ההלוואות המהותי שביצעה החברה בשנה האחרונה. על פי החברה, היקף הנכסים הלא משועבדים שלה עמד בסוף 2021 על כ-113 מיליון דולר.

בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים כי המקורות העומדים לרשות החברה ב-12 החודשים שהתחילו ב-1 באוקטובר 2021 הם:

- מזומנים ושווי מזומנים בסך כ-43 מיליון דולר.
- תזרים של כ-35-45 מיליון דולר מפעילות שוטפת (בניכוי ריבית ומס תזרימיים, בתוספת דיבידנדים מחברות כלולות ותזרים נטו ממכירת דירות קונדו לאחר פירעון החוב עליהן).
- תמורה של כ-20 מיליון דולר ממכירת דירות בנכס Meadowwood (הושלם).
- תזרים עודף של כ-18 מיליון דולר ממחזור הלוואות (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-10 מיליון דולר (לא כולל השקעות הנדרשות בדירות המוסבות לפני מכירתן).

התניות פיננסיות

נכון ל-30 בספטמבר 2021, לחברה מספר התניות לבעלי האג"ח ולמלווים פיננסיים. להבנתנו, החברה עומדת בהן עם מרווח הולם, למעט התניה בסדרת אג"ח ג' של NOI מתואם מנכסים המניבים אשר לא יפחת מ-40 מיליון דולר, בה לחברה יש מרווח קטן יחסית. בהתאם לתוכנית העסקית של החברה ולתרחיש הבסיס שלנו, אנו צופים גידול ב-NOI מהנכסים הקיימים ב-2022, בין היתר על סמך העלייה בתפוסה בנכסי השכירות החופשית בסוף 2021, ולכן אנו צופים גם שיפור במרווח של החברה מהתניה זו.

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 מאשררים את הדירוג 'ilAA', שתי רמות דירוג (נוץ') מעל לדירוג המנפיק, לסדרות אג"ח ד' ו-ה' של חברת דה זראסאי גרופ לטד המובטחות בשעבוד ראשון על נכסי נדל"ן מניב. דירוג שיקום החוב משקף את הערכתנו כי בהינתן תרחיש כשל פירעון היפותטי, שיעור שיקום החוב יהיה 90%-100%, בהתחשב בשווי וסוג הבטוחות וכן ההתניות הפיננסיות.
- אנו מאשררים את הדירוג 'ilAA', רמת דירוג (נוץ') אחת מעל לדירוג המנפיק, לסדרת אג"ח ג' של חברת דה זראסאי גרופ לטד הלא מובטחת. 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: 2026
- 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 ולעלייה בעלויות התפעול.

דה זראסאי גרופ לטד

- שווי הנכסים של החברה יקטן בכ-30% בהתחשב בסוג הנכסים ובפיזור שוכרים (כ-125 נכסי מגורים להשכרה עם כ-8,750 דירות בעיר ניו יורק, שכ-96% מהם בשכירות מפקחת) 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 מחזיקי סדרות אג"ח ד' ו-ה' ייהנו, בנוסף לשווי הבטוחות הספציפיות, גם מחלוקת השווי הפנוי שיישאר 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-1,415 מיליון \$
 - עלויות אדמיניסטרטיביות: 7%
 - שווי פנוי לכיסוי חוב בנקאי מובטח: כ-1,153 מיליון \$
 - סך חוב בנקאי מובטח: כ-854 מיליון \$
 - שווי פנוי לכיסוי כלל החוב הבלתי מובטח: כ-300 מיליון \$
 - שווי פנוי לכיסוי חוב מובטח (סדרה ד'), בהתחשב בשווי הבטוחה הספציפית ובהשתתפות לפי חלקה בשווי הפנוי לכיסוי חוב בלתי מובטח: כ-72 מיליון \$
 - סך חוב מובטח (סדרה ד'): כ-73 מיליון \$
 - שווי פנוי לכיסוי חוב מובטח (סדרה ה'), בהתחשב בשווי הבטוחה הספציפית ובהשתתפות לפי חלקה בשווי הפנוי לכיסוי חוב בלתי מובטח: כ-102 מיליון \$
 - סך חוב מובטח (סדרה ה'): כ-103 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): 356 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

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

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 90-98 של המתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא פיננסיים, 7 בדצמבר, 2016).

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- [מתודולוגיה - כללי: עקרונות הדירוג של S&P](#), 16 בפברואר, 2011
- [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
- [מתודולוגיה - כללי: סיכויי אשראי הנובעים מגורמי סיבה, חברה וממשל תאגידי](#), 10 באוקטובר, 2021
- [הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings](#), 10 בנובמבר, 2021
- [דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי](#), 26 ביוני, 2018

רשימת דירוגים

תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג	דירוג	דה זראסאי גרופ לטד
11/02/2013	02/02/2021	ilA+\Negative	דירוג(י) המנפיק טווח ארוך
21/05/2018	02/02/2021	ilAA	דירוג(י) הנפקה <u>חוב בכיר מובטח</u> סדרה ד
18/08/2020	02/02/2021	ilAA	סדרה ה
19/01/2017	02/02/2021	ilAA-	<u>חוב בכיר בלתי מובטח</u> סדרה ג
			היסטוריית דירוג המנפיק טווח ארוך
		ilA+\Negative	פברואר 01, 2022
		ilA+\Stable	פברואר 02, 2021
		ilAA-\Negative	ינואר 30, 2020
		ilAA-\Stable	ינואר 08, 2014
		ilA+\Stable	פברואר 11, 2013
			פרטים נוספים
		17:24 01/02/2022	זמן בו התרחש האירוע
		17:24 01/02/2022	זמן בו נודע לראשונה על האירוע
		החברה המדורגת	יזם הדירוג

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

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 או באתר S&P, בכתובת www.standardandpoors.com, ויכולים גם להיות מופצים באמצעים אחרים, כולל בפרסומים של S&P ושל צדדים שלישיים.