

# The Zarasai Group Ltd.

מעקב | מאי 2019

## אנשי קשר:

אופיר זלינגר, רו"ח  
אנליסט בכיר, מעריך דירוג ראשי  
[Ophir.zelinger@midroog.co.il](mailto:Ophir.zelinger@midroog.co.il)

רן גולדשטיין, סמנכ"ל  
ראש תחום נדל"ן  
[rang@midroog.co.il](mailto:rang@midroog.co.il)

---

## The Zarasai Group Ltd

אופק דירוג: יציב	Aa3.il	דירוג סדרות
------------------	--------	-------------

מידרוג מותירה על כנו דירוג Aa3.il לאגרות חוב (סדרה ג') שהנפיקה The Zarasai Group Ltd (להלן: "זאראסאי" או "החברה").  
אופק הדירוג יציב.

## מידע אודות סדרת האג"ח המדורגת על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
15.11.2027	יציב	Aa3.il	1137975	סדרה ג'

\* לחברה סדרת אג"ח נוספת (אג"ח ד') אשר אינה מדורגת ע"י מידרוג

## שיקולים עיקריים לדירוג

- תיק נכסים מניבים בהיקף משמעותי, הכולל כ- 9 אלפי יח"ד להשכרה בפיזור רחב של כ-130 נכסים בניו-יורק סיטי בשווי כולל של כ- 2.1 מיליארד דולר, אשר מניב NOI בהיקף של כ- 55 מיליון דולר בשנה.
- פעילות בשוק הדיור להשכרה בניו-יורק סיטי, תוך התמקדות בבנייני דיור להשכרה בתחום ה-Rent Stabilization (להלן: "RS"), תחום הנחשב למגזר עם נתונים פונדמנטלים חזקים ובעל פרופיל סיכון סולידי ביחס לענפי נדל"ן אחרים, המציג שיעורי תפוסה גבוהים במיוחד, כ-96%, גידול עקבי בשכ"ד לאורך זמן ועמידות יחסית בפני מחזורי עסקים שליליים.
- פעילות הסבת נכסי דיור להשכרה לדירות קונדו, ומכירתם ללא היקף השקעה משמעותי (להלן: "Condo Conversion"), פעילות המשליכה לחיוב על רווחיות החברה והיקף התזרים.
- איתנות פיננסית הולמת לרמת הדירוג, כך יחס חוב נטו ל CAP נטו ליום 31.12.2018 עומד על 56%.
- להערכת מידרוג, צבר הנכסים של החברה מורכב מעשרות נכסים מניבים בשווי נמוך יחסית לסך תיק הנכסים ובשיעור מימון נמוך, ומאפשר בעת הצורך מימוש מהיר של נכסים להקטנת חוב ויצירת תזרים, וזאת ללא פגיעה משמעותית בהיקפי הפעילות של החברה, ובכך מקנה לחברה גמישות נוספת שאינה מקבלת ביטוי במטריצת הדירוג.
- היקף FFO אשר להערכת מידרוג צפוי לנוע בטווח של 36-44 מיליון דולר לשנה, ויחס כיסוי חוב נטו ל- FFO הצפוי לנוע בטווח של 27-34 שנים, אשר אינם הולמים את רמת הדירוג.
- היקף נכסים לא-משועבדים של 13% ביחס לסך המאזן ונזילות ליום 31.12.2018 בסך 68 מיליון דולר, ביחס לתשלום קרן שנתי של חוב בלתי-מובטח בסך 56 מיליון דולר, אשר הינם נמוכים לרמת הדירוג.
- במסגרת שיקול נוסף, יצויין כי, להערכת מידרוג, פעילות החברה המבוססת על הסבת נכסי הדיור כחלק אינטגרלי מהפעילות, יוצרת לחברה גמישות פיננסית נוספת ויכולת לייצר תזרימי מזומנים על ידי הגדלת היקף יח"ד המוצעות למכירה, ובהתייחס לביקוש בעיר ניו-יורק ולמחירי המכירה של יח"ד, החברה יכולה לייצר רווח ותזרים מזומנים משמעותיים מבלי לפגוע בליבת הפעילות, ויש בכך כדי לספק לחברה מקורות נזילים וגמישות פיננסית מעבר למשתקף ביחסים הפיננסיים המתבטאים במטריצת הדירוג ויש בהם כדי להשפיע לחיוב על הדירוג.

תרחיש הבסיס של מידרוג מניח המשך פעילות השכרה תוך שמירה על התפוסות הקיימות ועל רמת NOI שמניבים הנכסים הקיימים, גידול מתון בהיקף המימוש של דירות הקונדו, השלמת פרויקטים בייזום המבוצעים במסגרת חברות כלולות, כאשר ה- FFO השנתי (כולל מכירת דירות) ינוע בטווח של 36-44 מיליון דולר לשנה ויחס הכיסוי ינוע בטווח של 27-34 שנים. תרחיש הבסיס מניח שמירה על רמת המינוף הקיימת וחלוקת דיבידנד בהיקף דומה לשנים קודמות. בנוסף בוחן תרחיש הבסיס שחיקה מסויימת בשווי הנכסים עקב האפשרות לעלייה בשיעורי התשואה לנכסים, ועלייה מתונה ביחס האיתנות חוב נטו ל- CAP נטו עד לשיעור של 58%.

בחודשים האחרונים מתבצעת בחינה של שינויים רגולטוריים בתחום הדיור להשכרה תחת רגולציה. משיחות שערכנו עם החברה, להערכתה השינויים, כפי שמסתמנים כעת, לא צפויים להשפיע מהותית על פעילותה.

### אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכת מידרוג כי החברה תמשיך לפעול במגזר השכירות המפוקחת בעיר ניו-יורק תוך שמירה על שיעורי התפוסה הקיימים ויחסים פיננסיים יציבים, לצד גידול מתון במימושי יח"ד "קונדו" והשלמת פרויקטים בייזום (במסגרת חברות כלולות).

### גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- גידול בהיקף הפעילות ובגמישות הפיננסית, אף מעבר לתחזיות מידרוג, באופן שלא יפגע בפרופיל הסיכון של החברה
- גידול בהיקף ה- FFO מעבר לתחזיות מידרוג ושיפור ביחסי הכיסוי

### גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- שחיקה לאורך זמן ביחסי האיתנות ובמדיניות שמירה על חוב נטו ל- CAP נטו
- שינויים רגולטוריים שיהיה בהם כדי להשפיע מהותית לרעה על פעילותה העסקית של החברה
- הרעה מהותית בסביבה העסקית של החברה באופן אשר יביא לפגיעה משמעותית בתזרים וביחסי הכיסוי המצופים מהחברה
- חלוקת דיבידנד חריגה שאינה תואמת את היקף החלוקה שנלקחה בשיקולי הדירוג

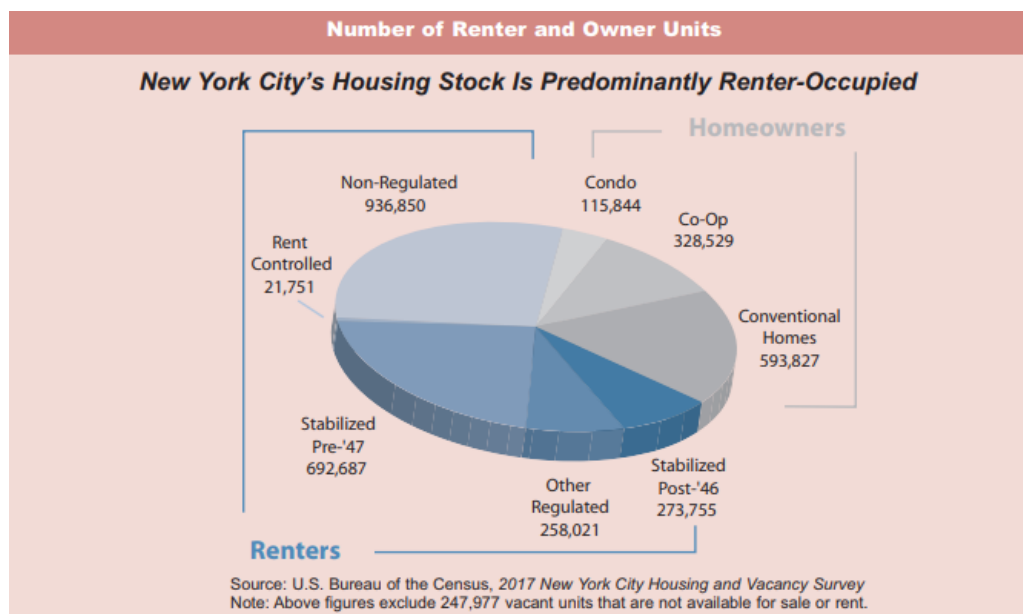
### נתונים פיננסיים עיקריים

			The Zarasai Group Ltd.
31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	מיליוני דולר ארה"ב
2,060	2,313	2,378	סך מאזן
1,064	1,259	1,279	חוב פיננסי נטו
55%	58%	56%	חוב נטו / CAP נטו
8%	11%	13%	נכסים לא משועבדים / לסך מאזן
879	931	991	הון עצמי כולל

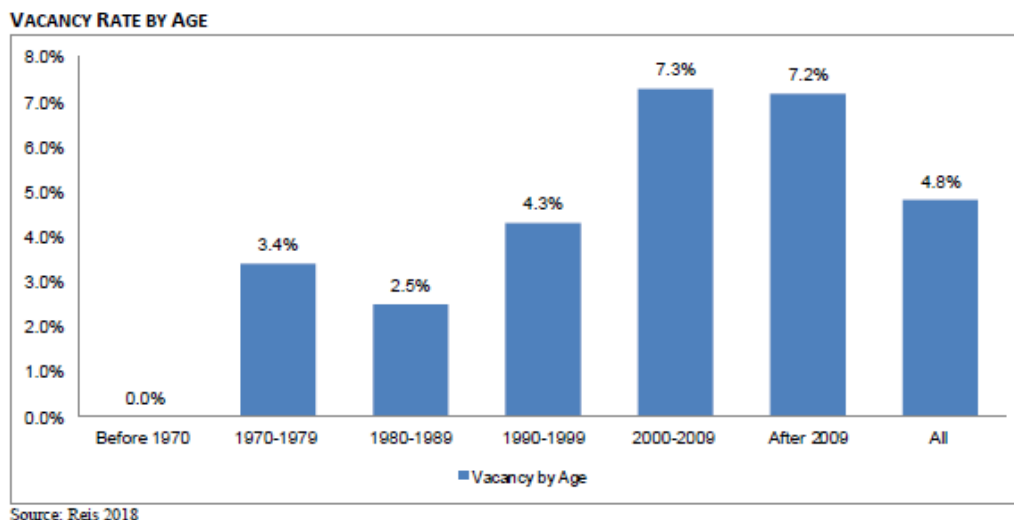
## פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

### שוק הדיור להשכרה מפוקחת בניו-יורק סיטי מספק לחברה סביבת פעילות יציבה באופן המשפר את הנראות התזרימית

ענף הדיור בניו-יורק כולל כ- 3.25 מיליון יח"ד זמינות, כ- 39% מהן בשכירות מפוקחת (תחת מספר תכניות שונות), 29% בשכירות חופשית ו- 32% יח"ד בבעלות (ר' תרשים להלן).



תחום הדיור להשכרה מפוקחת בעיר ניו-יורק מהווה תת-ענף בעל מאפיינים סולידיים ואף אנטי-מחזוריים במגזר הנדל"ן המניב, המתאפיין בעיקר במבנים שנבנו לפני 1974, ברמת גימור בינונית, ובפיזור נרחב במרבית חלקי העיר. תחום הפעילות נהנה משילוב בין הביקוש הגבוה לדיור במטרופולין ניו-יורק מחד, ומחירי שכירות בפיקוח, הנמוכים משמעותית ממחירי השכירות בשוק החופשי מאידך, היוצרים ביקוש קשיח לדירות אלו, כל זאת לצד המאפיינים הכלליים של ענף השכירות למגורים (כגון פיזור מלא של שוכרים, אי-תלות בעונתיות ובמחזורי פעילות). בהתאם לכך, במבנים שנבנו לפני שנת 1990 שעורי הדירות הפנויות נמוכים מ- 3.5% בעוד ששעורי הדירות הפנויות בבנינים שנבנו לאחר שנת 2000 גבוהים מ- 7% (ר' תרשים להלן).



כך, נהנית החברה משיעורי תפוסה גבוהים של 96-97% לאורך השנים (כולל נכסים בהסבה ל"קונדו", בהם החברה שומרת במכוון על

צבר דירות פנוי. בנטרול נכסים אלו השיעור מגיע אף ל- 98%) ותזרים הכנסות יציב וקבוע התורם לפרופיל העסקי. לאחרונה, עם שינוי הרכב בית הנבחרים של מדינת ניו-יורק, מתקיימת בחינה מחדש של הרגולציה בכל הקשור לתקנות החלות על דיור בפיקוח בעיר ניו-יורק. להערכת החברה, גם אם יחולו שינויים בתקינה, השפעתם על פעילות החברה תהיה מינורית

## **תיק נכסים יציב המתאפיין בפרמטרים תפעוליים בולטים, פיזור נכסי ואי-תלות בשוכרים משליכים לחיוב על הפרופיל**

### **העסקי**

לחברה מצבת נכסים מניבים המורכבת מבתי דיור להשכרה, המפוזרים בארבעה מחמשת הרובעים בעיר ניו-יורק. תיק נכסי החברה כולל כ- 8,900 יח"ד, מתוכן כ- 1,300 יח"ד שעברו הליך של Condo-Conversion. כ- 40% ממצבת הדירות ממוקמת ברובע ברוקלין, המאופיין בנתונים פונדמנטליים (תפוסות, שכ"ד, מחירי דירות) טובים יותר ביחס לרובעים אחרים של ניו-יורק בהם פעילה החברה, יתרת הדירות ממוקמות במנהטן (כ- 25%), קווינס (כ- 20%) וברונקס (כ- 15%). תיק הנכסים מציג שיעורי תפוסה בולטים לחיוב, כך ששיעור התפוסה המשוקלל הינו כאמור 96% לכלל נכסי החברה (98% בנטרול דירות המיועדות למכירה), ושיעור התחלופה של השוכרים עומד על כ- 10-11% לשנה. בנוסף ליכולות ניהול הנכסים מצד החברה, הנתון משקף את הביקוש הענפי הגבוה מצד השוכרים, שכן מחירי השכירות של דירות בפיקוח נמוכים באופן משמעותי ביחס למחירי השוק החופשי. מעבר לפיזור השוכרים הגבוה, לחברה מספר רב של נכסים (כ- 130) בפיזור נרחב הבולט ביחס לדיור, כך שהנכס המרכזי תורם 7% ל- NOI. תיק הנכסים ייצר בשנת 2018 NOI בהיקף של כ-55 מיליון דולר, והחברה מציגה לאורך השנים גידול עקבי בהכנסות מנכסים זהים. בהקשר זה, נציין לחיוב את יכולות הניהול בחברה ומאפייני השוק שתורמים גם לצמיחת התזרים. כך למשל, שיעור הגידול בהכנסה מנכסים זהים ("צמיחה אורגנית") בין השנים 2014-2017 עמד במוצע על כ-4.7%, שיעור גידול הגבוה משיעור העלייה המותר לשכ"ד בפיקוח (לפי ה-DHCR - מחלקת הדיור והתחדשות קהילתית) בניו-יורק, וזאת בשל יכולת החברה לשפץ ולהשביח נכסים ולהעלות את שכ"ד בהתאם לאפשרויות הקיימות בחוק. לאור האמור, מידרוג רואה בתמהיל הפעילות של החברה גורם המשפיע באופן חיובי על הפרופיל העסקי ועל נראות התזרים הפרמננטי בעתיד הנראה לעין.

## **פעילות מכירת יח"ד תורמת משמעותית להיקף התזרים ולרווחיות ללא השפעה מהותית על פרופיל הסיכון**

להנהלת החברה ולבעל השליטה ניסיון רב בהסבת מבני דירות להשכרה לנכסי "קונדו", המאפשרת את מכירת הדירות בנפרד. מכיוון שבפועל מדובר בהמרת נכסי נדל"ן להשקעה למלאי מגורים, מידרוג בוחנת את הרווח הצפוי מהמכירות ביחס לעלות ההיסטורית של הנכס. בהתאם לכך, בשנת 2018 החברה מכרה 119 יח"ד, כאשר היקף המכירות הסתכם בכ-60 מיליון דולר. בהתבסס על נתוני עבר, נציין, כי החברה מוכרת את הדירות במחיר הגבוה מהשווי המאזני של הנכסים באופן התורם גם לגידול בהון העצמי. החברה פועלת להסבת בניינים נוספים ולפי תחזיות החברה, בהתחשב בנכסים שהוסבו (בהם ככל שיתפנו דירות ניתן יהיה לפעול למכירתן) ובנכסים הנמצאים בתהליך הסבה, צפויה החברה להכיר ברווחים משמעותיים מפעילות זו בשנים הבאות. למרות התנדדותיות בהיקף התזרים מהמכירה ומרכיב אי וודאות בדבר מועד פינוי הדירה, הפעילות צפויה להמשיך ולתרום משמעותית לנזילות, לאיתנות וליחס הכיסוי של החברה, כאשר הסיכון היזמי הנגרם ממכירת הדירות אינו משמעותי ביחס להיקף הפעילות, מאחר וגם אם תחול האטה בקצב המכירות, החברה יכולה להמשיך ולהשכיר את הדירות. מעבר לאמור, התקדמות המכירות מביאה לגידול בהיקף הנכסים הלא משועבדים של החברה בשל הפירעון המואץ של החוב הספציפי בגינם.

בנוסף, החברה פעילה גם בתחום הייזום למגורים בשני פרויקטים (בשונה מתחום ההסבה ל- Condos, בפרויקטים אלו מדובר על ייזום בנייני דירות במקרקעין שנרכשו לצורך זה), בפרויקטים ברחובות 30 ו-80 במנהטן אשר החשיפה של החברה בגינם אינה מהותית לחברה, כאשר לפי דיווחי החברה צפוי לה רווח גולמי (הצפוי להתקבל על פני מספר שנים) בסך כולל של 37.8 מיליון דולר, המשקף שיעור רווח גולמי משוקלל משני הפרויקטים של 33%.

**היקף FFO נמוך ויחס כיסוי חוב ל-FFO איטי אשר אינו בולט לרמת הדירוג. מנגד לחברה צפוי תזרים שוטף נוסף מהחזר ההון העצמי המושקע בפרויקטים בהקמה והגלום בעלות הדירות למכירה**

היקף ה- FFO לשנת 2018 (לאחר התאמת הרווח ממכירת דירות לבסיס העלות) עמד על כ- 35 מיליון דולר ויחס כיסוי חוב נטו ל- FFO של 38 שנים. להערכת מידרוג היקף ה-FFO צפוי להציג גידול מתון בשנים הבאות, בין היתר עקב גידול במכירת דירות "קונדו" ומכירת הדירות שבייזום, ולנוע בטווח של 36-44 מיליון דולר לשנה, לצד שיפור ביחסי הכיסוי חוב נטו ל- FFO לטווח של 27-34 שנים. יצוין כי במהלך שלוש השנים הקרובות צפוי לחברה תזרים נוסף בגין החזר הון עצמי שהושקע בפרויקטים בהקמה וכן בגין החזר העלות ההיסטורית של דירות ה"קונדו" שימומשו אשר אינו מקבל ביטוי ב-FFO, בהיקף של 80-90 מיליון דולר (לאחר פירעון החוב הספציפי על נכסים אלו).

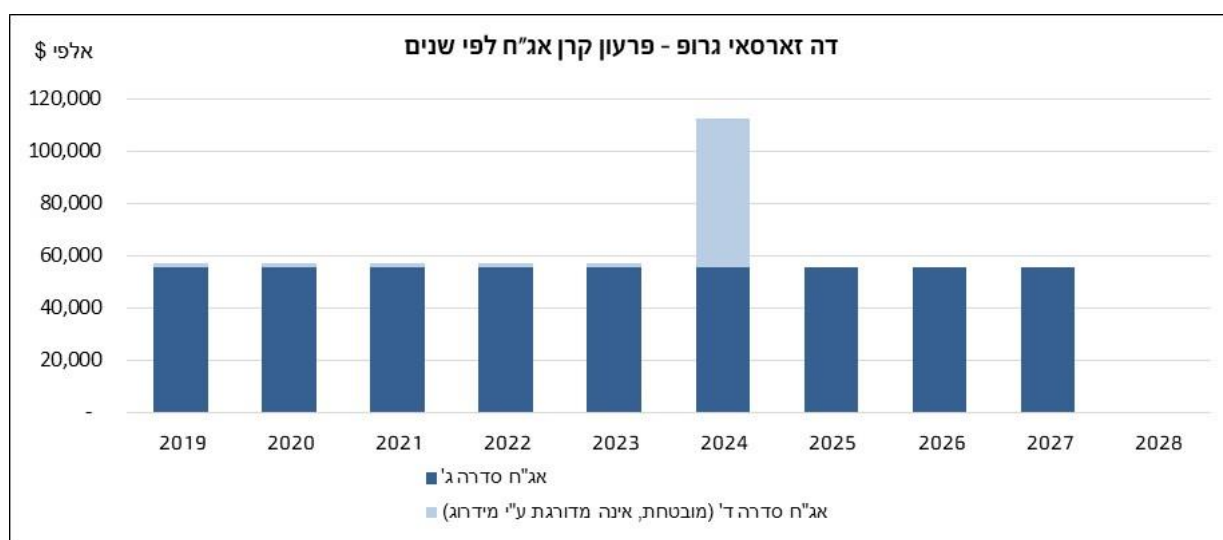
**שיעור מינוף כולל הולם לרמת הדירוג, מנגד, היקף הנכסים המניבים ללא שיעבוד והיקף הנזילות אינם בולטים ביחס לאג"ח**

לחברה יחסי איתנות הולמים לרמת הדירוג, כך שליום 31.12.2018, יחס חוב נטו ל-CAP נטו עומד על כ-56%. במהלך 2017 בוצעה העברת זכויות בנכסים של בעל השליטה לחברה, אשר הגדילה את ההון העצמי, כך שליום 31.12.2018 היקף ההון העצמי (כולל זכויות מיעוט) מסתכם ל- 991 מיליון דולר, היקף ההולם את רמת הדירוג. כמו-כן, מדיניות המינוף של החברה, כפי שהוצגה למידרוג, הינה שמירה על יחס חוב נטו ל- CAP נטו של 55% לאורך זמן, ובהתאם לכך מידרוג מצפה כי החברה תפעל בעקביות לשמירת ואף להורדת רמת המינוף.

היקף הנכסים שאינם משועבדים, בשווי של כ-290 מיליון דולר (כולל נכסים ששוחררו משעבוד לאחר 31.12.2018) הינו כ-13% מסך המאזן ואינו בולט לרמת הדירוג.

פירעונות קרן האג"ח שאינו מובטח (סדרה ג') עומדים על כ-56 מיליון דולר בשנה, כאשר יתרת הנזילות ליום 31.12.2018 עומדת על 69 מיליון דולר. היקף הנזילות ביחס לתשלומי קרן האג"ח אינו בולט לרמת הדירוג, מנגד, בהתחשב בנזילות החברה, התזרים מהנכסים המניבים וממכירת יח"ד לצד נגישות החברה למקורות מימון, להערכת מידרוג, לחברה מקורות מספקים לשירות החוב.

לחברה סדרת אג"ח מובטחת בנכס להשכרה (סדרה ד') אשר אינה מדורגת ע"י מידרוג.



## שיקולים נוספים לדירוג

דירוג החברה בפועל Aa3.il הינו גבוה בנוטש אחד מהדירוג הנגזר ממטריצת הדירוג A1.il, וזאת לאור השיקולים הבאים:

### היקף משמעותי של דירות בתהליך "Condo Conversion" מספק לחברה יכולת יצירת גמישות ונזילות משמעותית

#### לאורך זמן

לחברה צבר של כ- 20 בניינים וכ- 1,300 יח"ד שעברו הליך הסבה לדירות "קונדו". צבר זה מספק לחברה יכולת ליצירת גמישות ונזילות משמעותיות, לאור האפשרות של מכירה שוטפת של דירות לאורך השנים (בכפוף לעזיבת שוכרים) ללא פגיעה בהיקפי הפעילות של החברה בתחום הדירות להשכרה.

בנוסף, צבר הדירות בבניינים שהוסבו טומן בחובו גם פוטנציאל ליצירת רווח בשל הפער בין מחירי המכירה הממוצעים של הדירות לבין שוויין בספרים. ערך זה אינו מקבל ביטוי בדוחות הכספיים, כך למשל המחיר הממוצע של דירות שנמכרו במהלך שנת 2018 עמד על כ- 500 א' דולר ליח"ד, בעוד שערך המאזני הממוצע של הדירות שעברו הסבה עומד על כ- 250 א' דולר ליח"ד.

### צבר הנכסים של החברה, המתאפיין במספר רב של נכסים קטנים יחסית, בשיעורי מינוף נמוכים ובמגזר פעילות סולידי

#### וסחיר, מאפשר מימוש מהיר של נכסים ויצירת תזרים משמעותי ללא פגיעה בליבת הפעילות

שיקול נוסף המשפיע לטובה על רמת סיכון החברה במאפייני הגמישות הפיננסית של החברה ויכולתה לייצר תזרימים מהותיים בשעת הצורך, הינו צבר הנכסים של החברה הכולל כ- 130 בנייני דירות להשכרה בשכירות מפוקחת. מגזר הדיור לשכירות מפוקחת בניו-יורק הינו מגזר בעל נתונים פונדמנטליים חזקים ומאפיינים אנטי מחזוריים, ונהנה מסחירות גבוהה. נכסי החברה מציגים תפוסות גבוהות, שיעורי מימון נמוכים, ובשל הפיזור הרב - מדובר בנכסים קטנים באופן יחסי (חלקם בשווי נמוך מ- 10 מיליון דולר). אופי, גודל וסחירות הנכסים, לצד שיעור LTV נמוך, מאפשרים לחברה בשעת הצורך מימוש מהיר של נכסים בודדים בתמורה גבוהה (נטו) וזאת מבלי לפגוע באופן מהותי בפעילות הליבה של החברה.

## מטריצת הדירוג:

ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה [1]	פרמטרים	קטגוריה
Aa.il	---	Aa.il	---	תחום פעילות וסביבה כלכלית	סביבת הפעילות
Aa.il	2,460	Aa.il	2,378	סך מאזן (מ' דולר ארה"ב)	פרופיל עסקי
Aa.il	---	Aa.il	---	איכות הנכסים, פיזור נכסים ושוכרים	
A.il	58%	A.il	56%	חוב פיננסי נטו/ CAP נטו	פרופיל סיכון
A.il	36-44	A.il	35	היקף FFO שנתי (מ' דולר ארה"ב)	פרופיל פיננסי
Baa.il	27-34	Baa.il	38	חוב פיננסי נטו/ FFO	
A.il	13%	A.il	11%	שווי נכסי לא משועבד / סך מאזן	
A.il	43%	A.il	43%	חוב פיננסי מובטח / נדל"ן להשקעה	פרופיל פיננסי
A.il	62%	A.il	62%	יתרות נזילות ומסגרות אשראי / שירות קרן חוב לא מובטח לשנתיים מייצגות	
<b>A1.il</b>					<b>דירוג נגזר</b>
<b>Aa3.il</b>					<b>דירוג בפועל</b>

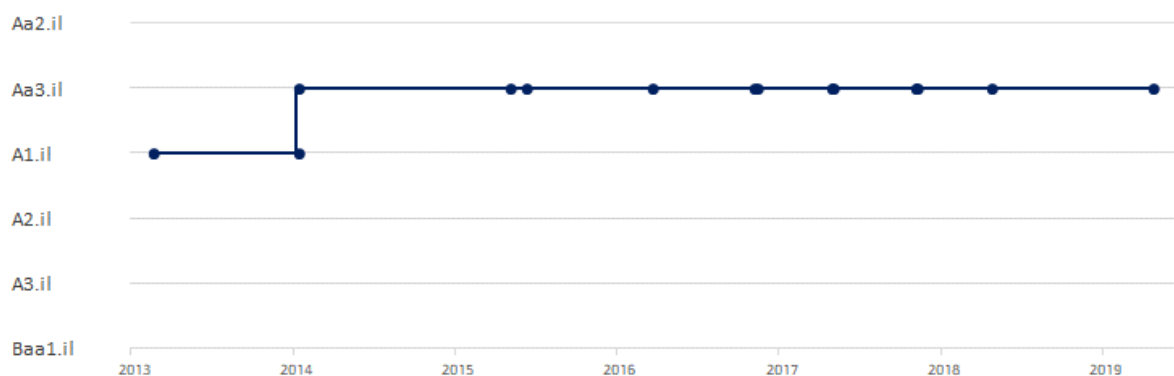
[1] המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. תחזית מידרוג כוללת את הערכות מידרוג ביחס למנפיק, בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק.

## אודות החברה

החברה הוקמה בשנת 2012 כחברה פרטית, כחלק מקבוצת Pinnacle (להלן: "קבוצת פינאקל"). בעלי השליטה בקבוצה הינם מר ג'ואל וינר ורעייתו שרי וינר, המחזיקים יחדיו קרוב ל-100% ממניות החברה. קבוצת פינאקל בהובלת מר וינר פועלת משנת 1976 ברכישת, תפעול, ניהול והשבחה של בתי דירות להשכרה בניו יורק, בעיקר בתחום ה-Regulated Housing, כך שקרוב ל-100% מיח"ד כפופות לרגולציה. החברה מחזיקה מעל ל-8.5 אלף יח"ד להשכרה בניו-יורק סיטי (מנהטן, ברוקלין, קווינס וברונקס) ועם השנים הפכה להיות אחת החברות המשמעותיות בתחום בניו-יורק. כמו כן, קבוצת פינאקל פיתחה מומחיות בהסבת מבני מגורים, המיועדים להשכרה, לנכסי קונדו (פיצול רישומי של הנכס, כך שניתן למכור כל דירה בנפרד, בדומה למכירת יח"ד בבית משותף בישראל) ומכירת הדירות, ככל שהן מתפנות, באופן מדורג על פני מספר שנים.



## היסטוריית דירוג



## דוחות קשורים

[דוחות קשורים - The Zarasai Group Ltd](#)

[דירוג חברות נדלן מניב - דוח מתודולוגי, ינואר 2019](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

## מידע כללי

01.05.2019

תאריך דוח הדירוג:

24.04.2018

התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:

12.02.2013

התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:

The Zarasai Group Ltd

שם יוזם הדירוג:

The Zarasai Group Ltd

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 המדרגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדרגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדרגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדרגים 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 המדרגים 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 המדרגים 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 המדרגים 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 המדרגים 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 המדרגים 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' 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 וכאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכויי אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסיות 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 ביועץ 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 והיה 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>