

The Zarasai Group Ltd.

דוח מיוחד - הערת מנפיק | יולי 2019

מידרוג מפרסמת מעת לעת דוחות מיוחדים הנוגעים לענפים או מנפיקים מסוימים. הדוחות המיוחדים אינם מהווים דו"חות דירוג ו/או מתודולוגיות דירוג מבחינת תכנם או כוונתם ואין בהם כדי לשנות את שיטות ההערכה המתוארות במסגרת הדוחות המתודולוגיים. ככלל, דוחות מיוחדים נועדו על מנת: (1) לפרסם את הערכות מידרוג ביחס לנושאים או להתפתחויות הנוגעות למנפיקים מסוימים, (2) לתאר מגמות מאקרו כלכליות או מגמות בענף ולציין את כיוון השפעתם על הדירוגים (למשל: שינוי בביקושים בענף מסוים, התפתחויות בחקיקה או התפתחויות רגולטוריות), (3) להסביר תהליכי דירוג מסוימים על מנת לעזור למשקיעים להבין כיצד נקבע הדירוג, לרבות כיצד נלקחות בחשבון בדירוג מגמות מסוימות.

אנשי קשר:

אופיר זלינגר, רו"ח
אנליסט בכיר, מעריך דירוג ראשי
Ophir.zelinger@midroog.co.il

רן גולדשטיין, סמנכ"ל
ראש תחום נדל"ן
rang@midroog.co.il

The Zarasai Group Ltd

The Zarasai Group Ltd (להלן: "זאראסאי" או "החברה"), המדורגת בדירוג Aa3.il באופק יציב, פועלת בתחום הדירור להשכרה מפותחת בעיר ניו-יורק. בבעלות החברה כ- 9,000 יח"ד להשכרה ומכירה, מתוכן כ- 1,230 יח"ד שהשלימו הליך הסבה לקונדומיניום, וכ- 580 יח"ד נוספות המצויות בשלבים שונים של תהליך ההסבה¹.

ביום 14.06.2019 הושלם במדינת ניו-יורק הליך חקיקה כולל של עדכון הוראות הפיקוח על דיור להשכרה במדינה, המחליף את חוק הפיקוח הקודם (שהיה אמור לפוג ב- 15.06.2019). השלכות שינוי החקיקה, בעיקר במגזר ההשכרה המפותחת למגורים מסוג Rent Stabilized, פורטו בהרחבה בדוח הערת ענף שפורסם ע"י מידרוג - שינויי חקיקה בתחום הדירור להשכרה במדינת ניו-יורק, ארה"ב - יולי 2019².

השפעות אפשריות של שינויי החקיקה על החברה

מידרוג בחנה את ההשפעות האפשריות של שינויי החקיקה הנ"ל על החברה. להערכת מידרוג, כפי שיפורט להלן, שינויי החקיקה לא ישפיעו באופן מהותי על תוצאות הפעילות השוטפת של החברה בתקופת התחזית כך שיחרגו מתרחיש הבסיס. יחד עם זאת, להערכת מידרוג, לשינויי החקיקה עלולה להיות השפעה על שווי נכסי החברה, וכנגזר מכך על ההון העצמי ושיעורי המינוף.

צמצום בשיעור הגידול השנתי של ההכנסות משכירות. קיטון צפוי בהוצאות ה-CapEx השוטפות, וצמצום מאגר הדירות שאינן מושכרות צפויים למתן את הירידה בשיעור הצמיחה

שינויי החקיקה צמצמו את מרבית האפשרויות החוקיות להעלאת שכ"ד בדירור מפותח בניו-יורק, כך שעיקר הצמיחה בשכ"ד תנבע משיעורי ההעלאה שתקבע ועדת הפיקוח העירונית (RGB). עפ"י ממוצע משוקלל חמש-שנתי, שיעור הגידול הממוצע שאושר ע"י הועדה עמד על כ- 1% לשנה, אשר הינו נמוך מעליית ההכנסות הממוצעת של החברה, הערכתנו הינה כי לאורך זמן שינויים אלו עלולים לפגוע בהיקף ההכנסות של החברה. בהקשר לכך יצוין כי לאחר אישור החוק, ביום 25.06.2019, אישרה הועדה העלאה של 1.5% לחוזים חד-שנתיים ו- 2.5% לחוזים דו-שנתיים (שיעור גידול משוקלל של 1.375%).

מנגד, השפעות נגזרות של שינויי החקיקה עשויות למתן את השפעת הפגיעה בשכ"ד העתידי -

- הכדאיות הכלכלית של שיפוץ המבנים והדירות הופחתה משמעותית, ולפיכך מעריכה החברה כי היא תפחית באופן משמעותי את היקף השיפוצים והוצאות ה-CapEx (להערכת החברה, צמצום זה יפחית אף את משך זמן השיפוץ שבו הדירה אינה ניתנת לאכלוס דבר שעשוי להשפיע לחיוב על רמת הכנסות החברה ואף על ה-NOI).
- עד כה נהגה החברה שלא לאכלס דירות שהתפנו בבניינים המיועדים להסבה לקונדו (דירות פנויות נחשבו עד כה לדירות בהן אושרה המרה לקונדו). שינוי התנאים החוקיים להסבה מבטל את היתרון המשפטי בהותרת דירות לא-מאוכלסות, והחברה צופה כי תפעל להשכרת הדירות שנשמרו כפנויות, ולהגדיל ההכנסות משכירות.

¹ ביום 22.06.2019 דיווחה החברה כי מבדיקה משפטית ראשונית שערכה עולה כי שינויי החוק אינם חלים על נכסים שהבקשה להסבתם הוגשה עד 14.06.2019.

² דוח מיוחד - שינויי חקיקה בתחום הדירור להשכרה במדינת ניו-יורק, ארה"ב - הערת ענף - יולי 2019, הדוח מתפרסם באתר מידרוג.

תרחיש הבסיס של מידרוג בחן תרחישי רגישות על שיעור הצמיחה של ההכנסות השכירות השוטפות של החברה. לאור ההשפעות הממתנות, מידרוג מעריכה כי ההשפעה הכוללת של שינויי החקיקה על תוצאות הפעילות ועל התזרים השיורי של החברה לא תהיה מהותית.

פגיעה אפשרית בשווי הנכסים עקב ירידה בפוטנציאל ההשבה של הנכסים בשכירות מפקחת

תרחיש הבסיס של מידרוג, כפי שפורט בדוח המעקב של החברה³, בחן תרחישי רגישות על שווי נכסי החברה ואת השפעתם על יחסי המינוף חוב ל-CAP, כך, כמפורט בדוח המעקב, שיעור המינוף תחת תרחיש הבסיס עומד על 58% לעומת שיעור המינוף של 56% המשתקף ממאזן החברה ליום 31.12.2018. בשלב זה אין ודאות האם תרחישי הרגישות משקפים במלואם את השינויים הצפויים בשווי הנכסים.

יצוין כי שווי של יח"ד להשכרה מפקחת בעיר ניו-יורק נמדד בד"כ על פי גישת ההכנסות, ובאמצעות היוון ישיר הנסמך על שיעור תשואה ו-NOI שנתי מייצג (ולא על היוון תזרים עתידי חזוי).

בשל היציבות היחסית של ההכנסות משכירות בנכסים תחת פיקוח, שווי נכסי החברה התבסס על הכנסות השנה שנסתיימה בתוספת גידול שנתי מתון, שהורכב מממוצע משוקלל רב שנתי של שיעורי ההעלאה שאושרו ע"י הועדה (כ-1%) ותוספת לשיעור הגידול בשל העלאות שכ"ד שהיו מותרות (מעבר לשיעור העלאה שאישרה הועדה).

השפעות שינויי החקיקה על שווי הנכסים טרם הובררו במלואן, בעיקר בשל מיעוט עסקאות בתקופה האחרונה (עקב אי-הודאות ששררה בשוק טרם השלמת החקיקה), ועל-כן בשלב זה לא ניתן להעריך את היקף ההפחתה (אם קיימת) בשווי הנכסים המושכרים תחת רגולציה, יצוין כי מנגד, לחברה קיים צבר דירות למכירה, אשר בהתאם למודל העסקי שהוצג למידרוג, אמור להניב לחברה תזרים משמעותי ורווחים, אשר עשויים למתן את השפעת שינוי השווי, ככל שזה יתרחש. ומנגד, האם הקשחת התנאים לדה-רגולציה תביא לצמצום היצע הדירות הזמינות למכירה בניו-יורק בפלח שוק הספציפי בו פועלת החברה ולעליית מחירים אשר תשליך לחיוב על שווי של כ-1230 יח"ד שבבעלות החברה אשר הוסבו לדירות "קונדו", וכ-580 יח"ד נוספות המצויות בתהליך הסבה.

בהתאם לדיווח החברה במצגת שפורסמה ביום 22.06.2019, שווי המאזני (נטו מחוב) של 1,230 דירות הקונדו של החברה עומד על כ-250 מיליון דולר, ובהתבסס על מחירי מכירה צפויים, שווי הדירות נטו מגיע אף ל-620 מיליון דולר (לא כולל כ-580 הדירות שבתהליך). אף שלא כל צבר זה נכלל בדירות הניתנות למימוש במלוא ערכן, צבר זה מעניק לחברה גמישות פיננסית רבה ותזרים מזומן משמעותי לרבות מקור לרווח, כאמור, אף שחלק מהדירות טרם פונו. יודגש כי מרבית הנכסים האמורים נקיים מחוב.

השפעות נוספות על השוק, כגון אפשרות להחמרת תנאים בעת מימון מחדש לנכסים וירידה בסחירות הנכסים, אף שלדעתנו קיימות בכלל השוק, הינן בעלות השפעה פחותה על החברה וזאת לאור הצבר האמור המקנה לחברה גמישות פיננסית לצד רמת המינוף של נכסיה. כך, ביום 18.06.2019 (לאחר השלמת שינויי החקיקה) ביצעה החברה מימון מחדש למספר נכסים, הכולל עודף תזרימי של כ-20 מ' דולר, ובתנאי מימון דומים לעסקאות מימון שביצעה ברבעון הראשון.

³ דוח מעקב דירוג מחודש מאי 2019 מפורסם באתר מידרוג בע"מ - [The Zarasai Group Ltd - מעקב דירוג שנתי מאי 2019](https://www.zarasai.com/)

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 כ-9 אלפי 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.

דוחות קשורים

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

[שינויי חקיקה בתחום הדיור להשכרה במדינת ניו-יורק, ארה"ב - הערת ענף - יולי 2019](#)

[דירוג חברות נדל"ן מניב - דוח מתודולוגי, ינואר 2019](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

תאריך הערת המנפיק: 04.07.2019

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 מוכח 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>