



The Zarasai Group Ltd.

פעולת דירוג ו ינואר 2014

1

מחברים:

אילון גרפונקל, עו"ד - רו"ח - ראש צוות
eylong@midroog.co.il

גבריאל דרנוב - אנליסט
gabrieled@midroog.co.il

אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - ראש תחום נדל"ן
rang@midroog.co.il



The Zarasai Group Ltd

אופק דירוג: יציב	Aa3	דירוג סדרות (Issue)
------------------	-----	---------------------

מידרוג מודיעה על העלאת הדירוג מ-A1 לדירוג Aa3 ומציבה אופק דירוג יציב לאג"ח א' שבמחזור, אותן הנפיקה חברת The Zarasai Group (להלן: "זראסאי" או "החברה"). כמו כן, מידרוג מאשרת דירוג זה להנפקת סדרה חדשה ו/או הרחבת סדרה קיימת, בסכום של עד 350 מיליון ש"ח ע.ג. תמורת ההנפקה תשמש בעיקר, לרכישת נכסים ולפעילות השוטפת. החברה תבצע גידור של תמורת ההנפקה השקלית אל מול השינוי בשער החליפין של השקל מול הדולר.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 07/01/2014. למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן, בהתאם למבנה ההנפקה, ככל שתבוצע.

להלן פירוט סדרת האג"ח במחזור שנכללות בדירוג:

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד ההנפקה המקורית	ריבית שנתית נקובה (%)	תנאי הצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 30.09.13 אלפי ש"ח	יתרת שנת פירעון האג"ח
א'	7590078	מרץ-13	4.95%	מדד	407,976	2016-2022

העלאת הדירוג נתמכת, בין היתר, מהמשך החוסן והמגמות החיוביות הנובעות מפעילות בשוק הדירות להשכרה בניו יורק, תוך התמקדות בתחום ה-Rent Stabilized (כ-96% משוכרי החברה הינם בשכירות מפקחת מסוג זה). השוק המתמקד ב-Upper Middle Class בניו יורק, הינו סולידי ומאופיין בעמידות יחסית בפני משברים; פיזור סיכונים וצמיחה עקבית, הנתמכת ברמות ביקוש גבוהות, הן בשל היות הדירות תחת פיקוח בשכ"ד נמוך, בשיעור משמעותי משכ"ד בשוק החופשי, והן בשל מגמות עיור ופיתוח עירוני באזור ניו יורק וזאת, לצד קיטון בהיצע הדירות מסוג Rent Stabilized ובייחוד ביחס לגידול באוכלוסייה; מצבת נכסים מניבים בולטת באיכותה ובפרמטרים התפעוליים של הנכסים לאורך זמן, לרבות יציבות בתפוסות אשר עומדות על טווח של 97-98%, צמיחה בשכ"ד וב-NOI; גידול בהיקף פעילות החברה תוך שיפור בפיזור, כך שהיקף יחידות הדירוג (למעט כאשר נאמר אחרת, הנתונים הינם ללא נכסים בחברות המוצגות לפי שיטת השווי המאזני) עלה מכ-4,400 במועד הדירוג הראשוני¹, לכ-4,900 ליום 30.09.13 וצפוי לעלות לכ-6,600 לאחר השלמת עסקאות המצויות בשלב מתקדם. להערכת מידרוג, הפיזור הבולט של הנכסים והשוכרים, לצד איזון בתמהיל הנכסים באזורים המרכזיים בעיר ניו יורק - מנהטן, ברוקלין, ברונקס וקווינס, תורמים משמעותית לפרופיל הסיכון. לאור הרכישות הנוספות, ומכיוון שהנכסים החדשים טרם הספיקו להניב הכנסה למשך שנה מלאה, ה-NOI השנתי צפוי לצמוח משמעותית. בהקשר זה מידרוג מציינת לחיוב כי בעל השליטה העביר ללא תמורה, את חלקו בנכסים אשר היו מחוץ לחברה והוחזקו ע"י בעלי השליטה ושותפים נוספים. השווי נטו מחוב בנקאי של אחזקות בעל השליטה שהועברו לחברה בגין העסקאות שהושלמו עד ליום 30.09.13 הינו כ-13 מיליון דולר ושווי האחזקות בגין עסקאות שנחתמו, לאחר תאריך המאזן, עומד על כ-16 מיליון דולר נוספים. מעבר לתרומה של הנכסים

¹ הדוח מפורסם באתר מידרוג בע"מ www.midroog.co.il

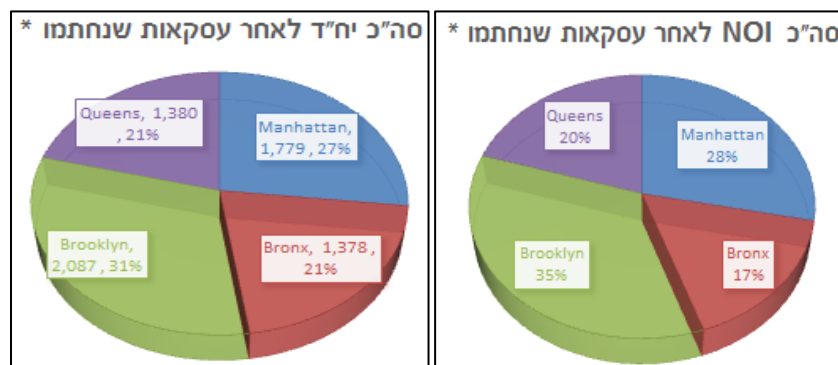
הנ"ל להון העצמי, להנהלת החברה היכרות מעמיקה עם הנכסים בשל העובדה שהחברה מנהלת את תפעולם מזה מספר שנים; לחברה איתנות פיננסית בולטת לטובה, גם בהתחשב בשחיקה מסוימת הצפויה בטווח הקצר, לאחר גיוס האג"ח; תזרים ורווחיות משמעותית בגין פעילות מכירת יח"ד, אשר מופקים ללא היקף השקעה משמעותית. כך למשל, בהתאם לתחזיות החברה במועד הדירוג הראשוני, החברה קיבלה אישור להסבת 2 בנייני מגורים להשכרה לדירות למכירה - "Condos". החברה התקשרה בהסכמי מכר, כ-54 מתוך כ-70 יח"ד ריקות למכירה בבניינים אלו, במחירים המשקפים רווח משמעותי, הן ביחס לעלות ההיסטורית והן ביחס לשערך היח"ד כנדל"ן מניב. ככל שהחברה תעמוד ביעדיה להשלמת מכירת דירות בבניינים, אשר תערך לאורך מספר רב של שנים, הפרויקטים יביאו לתזרים משמעותי, מעבר לפירעון חוב בנקאי ספציפי בגין אותם בניינים. בנוסף, החברה החלה תהליך של הסבת בניינים נוספים, כאשר מכירת יח"ד בבניינים אלה, צפוי להתחיל לקראת סוף 2014 או בתחילת 2015. פעילות זו צפויה לתרום משמעותית לנזילות, לאיתנות וליחסי הכיסוי של החברה, כאשר הסיכון הייזמי הנגזר מהפעילות אינו משמעותי ביחס להיקף הפעילות; ותק וניסיון הנהלת החברה, לרבות פלטפורמה משמעותית לניהול עצמי של הנכסים ומנגנונים לשליטה ובקרה, המשפרים את ביצועי החברה ביחס לענף הפעילות לאורך זמן; נזילות טובה ונראות גבוהה מאוד של מקורות התזרים ביחס ללוח הסילוקין ומהתנאים הנוחים של ההלוואות הבנקאיות, אשר חתומות לתקופה ארוכה יחסית, אינן כוללות אמות מידה פיננסיות ומשועבדות בשיעור LTV משוקלל של כ-48% (לעומת כ-51% במועד הדירוג הראשוני). לאור האמור ובהתייחס לפריסת הפירעונות של האג"ח, להערכת מידרוג, צרכי המחזור של החברה הינם נמוכים. מנגד, לחברה נכסים לא משועבדים בהיקף של כ-27 מיליון דולר בלבד (סכום זה צפוי לגדול לאור הפירעונות המואצים של ההלוואות הספציפיות בגין מכירות הדירות); היקף ה-NOI אינו בולט ביחס לחברות מדורגות בדירוג דומה. אף על פי כן, להערכת מידרוג, יציבות הפעילות והתזרים ממכירת דירות ממתנים את השפעת האמור.

האופק היציב נובע, בין היתר, מיציבות פעילות החברה, מצבת הנכסים המניבה והמקורות לשירות החוב.

פירוט גורמי מפתח

מיקוד אסטרטגי בשוק סולידי, המפגין עמידות יחסית לעתות משבר וצמיחה עקבית, לצד שיפור נוסף בפיזור והיקף הפעילות על פני מספר רב של נכסים ושוכרים תוך המשך השבחת תיק הנכסים הקיים

בהתחשב בעסקאות שנחתמו לאחר תאריך המאזן, לחברה כ-6,600 יח"ד להשכרה (לא כולל כ-3,000 יח"ד, המוחזקות ביחד עם שותפים המחזיקים מעל 50% מהנכסים ומוצגות בדוחות הכספיים לפי שיטת השווי המאזני), המפורזות ברובעים המרכזיים של העיר ניו יורק, כמפורט בתרשימים הבאים:



* לא כולל נכסים המוחזקים בחברות המוצגות לפי שיטת האקוויטי בהיקף של כ-3,000 יח"ד ועסקאות נוספות בתהליך.

מעבר לפיזור השוכרים הגבוה, לחברה מספר רב של נכסים בפיזור נרחב, כך שהנכס המרכזי בתיק אחראי על כ-7% מה-NOI השנתי בלבד. נכסי החברה מושכרים בשיעורי תפוסה גבוהים של בין 97%-98% לאורך זמן, בין היתר, בשל מחירי השכירות הנמוכים יחסית של הדירות בפיקוח ביחס לשוק החופשי. בהתחשב בעסקאות שנחתמו, שווי מצבת הנכסים המניבים עומד על מעל 1 מיליארד דולר, וה-NOI השנתי צפוי לצמוח משמעותית בהשוואה למועד הדירוג הראשוני. ה-NOI מנכסים זהים צמח בממוצע ב-5 השנים האחרונות בכ-6%. הצמיחה נובעת, בין היתר, מהעלייה השנתית הנקבעת מדי שנה בעת חידוש חוזים על ידי הגוף המפקח על המחירים - DHCR, האפשרות להעלות את דמי השכירות בהיקף ניכר יותר בעת עזיבת שוכר, יחד עם האפשרות לקבל תוספת בדמי השכירות לאחר ביצוע שיפוצים, השקעות וכדומה. האמור מביא לגידול בשווי הנכסים ושיפור בשיעור ה-LTV של הנכסים, בייחוד בהתחשב בכך שהלוואות הבנקאיות הינן נומינליות. יתרה מכך, האמור מביא לנראות גבוהה להמשך השיפור בהיקף ה-FFO, באופן שצפוי לקיים התאמה טובה בין התזרים השוטף הצפוי לבין צרכי המחזור של החברה.

תזרים ורווחיות משמעותית בגין פעילות מכירת יח"ד, אשר מופקים בסיכון יזמי נמוך ביחס להיקף פעילות החברה, צפוי לתרום משמעותית ליכולת שירות החוב של החברה

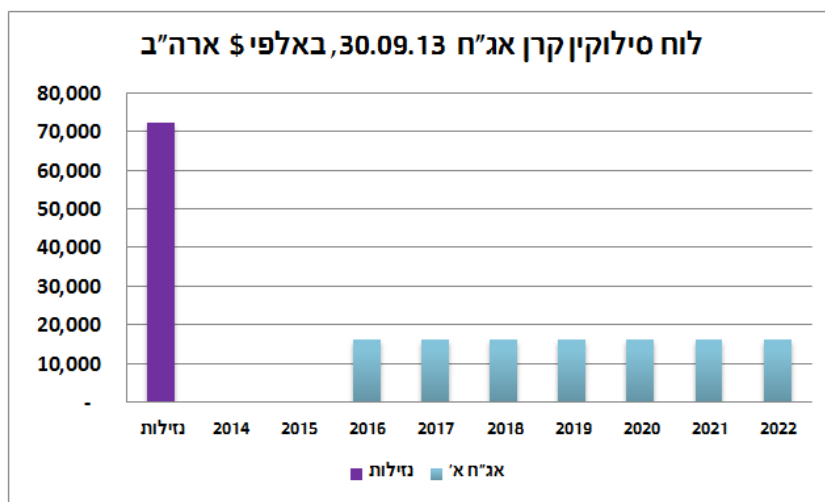
להנהלת החברה ולבעל השליטה בחברה ניסיון רב בהסבת מבני דירות להשכרה לנכסי קונדו, המאפשרת את מכירת הדירות בנפרד. מכיוון שבפעול מדובר בהמרת נכסי נדל"ן להשקעה למלאי מגורים, מידרוג בוחנת את הרווח הצפוי מהמכירות ביחס לעלות ההיסטורית של הנכס. כך לדוגמה, בהתאם לתחזיות החברה במועד הדירוג הראשוני, החברה השלימה תהליך של הסבת 2 בניינים להשכרה לנכסי קונדו במהלך השנה והחלה במכירת הדירות לאחר תאריך המאזן. לפי תחזיות החברה, שיעור הרווח הגולמי ביחס לעלות ההיסטורית בגין 2 הבניינים צפוי לעמוד על כ-60% וביחס לשווי המשוערך בספרים על כ-40% וזאת כאשר מחירי המכירה של הדירות שנמכרו עד כה הינם אף גבוהים מהתחזיות. במהלך הרבעון הראשון של שנת 2014, החברה צפויה להכיר בהכנסה בגין מימוש הסכמי מכר למכירת 54 מתוך כ-70 יח"ד ריקות למכירה בבניינים אלו תמורת כ-29 מיליון דולר, כאשר כ-22 מיליון דולר מתוך התמורה ישמשו לפירעון החוב כנגד אותם נכסים. בהתייחס ל-16 יח"ד הריקות שטרם נמכרו ולמעל 190 יח"ד מושכרות (אשר יועמדו למכירה לאורך השנים הבאות ככל שיתפנו משוכריהן), החברה צפויה לייצר תזרים של כ-90 מיליון דולר נוספים (מתוכם כ-11 מיליון דולר ישמשו לפירעון החוב הנותר כנגד הבניינים). בנוסף, החברה החלה תהליך של הסבת בניינים נוספים, כאשר המכירות צפויות להתחיל לקראת סוף 2014 תחילת 2015. פעילות זו צפויה לתרום משמעותית לנזילות, לאיתנות וליחסי הכיסוי של החברה, כאשר הסיכון הייזמי הנגזר מהפעילות אינו משמעותי ביחס להיקף הפעילות, מכיוון שככל שתחול האטה בקצב המכירות, החברה יכולה להמשיך ולהשכיר את הדירות. מעבר לאמור, התקדמות המכירות תביא לגידול בהיקף הנכסים הלא משועבדים של החברה בשל הפירעון המואץ של החוב הספציפי בניגם.

איתנות פיננסית בולטת; תנאי הלוואות, שיעור ה-LTV הנמוך ולוח הסילוקין הנוח של הלוואות הבנקאיות תורמים גם כן ליציבות החברה וליכולתה לשפר את היקף התזרים הפרמננטי באופן עקבי

יחסי האיתנות של החברה בולטים לטובה ביחס לענף. להערכת מידרוג, בעקבות הגיוס וחוב בנקאי נוסף, ככל שיתווסף במידה ותמורת הגיוס שתשמש לרכישת נכסים, צפויה שחיקה מסוימת ביחסי האיתנות, על אף שהנ"ל עדיין צפויים להלוו את הדירוג. נכסי החברה משועבדים להבטחת מספר רב של הלוואות, בשיעור LTV נמוך, העומד על כ-48% בלבד,



כאשר לא קיים Cross Collateral בין הלוואות עצמן (למעט הלוואה שניתנה במסגרת חברה, המוצגת לפי שיטת השווי המאזני). הלוואות (נקובות בדולר, ללא הצמדה אחרת) אינן כוללות אמות מידה פיננסיות והינן הלוואות מסוג Non-Recourse. התזרים מדמי השכירות מספק לצורך שירות הקרן והריבית בגין הלוואות, כך שאף הלוואה אינה מצויה ב-Distress. מעבר ליתרת הנזילות הנוכחית העומדת על מעל 70 מיליון דולר, אשר תשמש בחלקה לרכישת נכסים מניבים נוספים, לחברה גמישות פיננסית, הנגזרת הן משיעור ה-LTV הנמוך של הנכסים והן מנכסים לא משועבדים בהיקף של כ-27 מיליון דולר (סכום שאינו גבוה ביחס להיקף האג"ח, אך כפי שנאמר, צפוי לגדול עם התקדמות מכירת יח"ד). הריביות הינן קבועות לתקופה של 5 שנים ולאחר מכן לחברה ישנה אופציה להארכת הלוואות ב-5 שנים נוספות, כאשר שיעור הריבית ייגזר מריבית השוק במועד הארכת הלוואה. להערכת מידרוג, מבנה הלוואות זה תורם משמעותית לפרופיל הסיכון, בייחוד ביחס ללוח הסילוקין הנוח יחסית של האג"ח (תחילת הפירעונות במרץ 2016) ולאור אמורטיזציה שנתית נמוכה יחסית של הלוואות הבנקאיות (כ-7.3 מיליון דולר, לפני עסקאות חדשות). להלן לוח הסילוקין של האג"ח הקיים:



נתונים פיננסיים עיקריים (אלפי דולר)

31.12.2010	31.12.2011	30.09.2012	31.12.2012	30.09.2013	מאזן מאוחד אלפי USD
56,577	58,763	45,749	61,060	48,284	הכנסות
24,091	24,252	20,097	26,608	20,547	NOI
42.6%	41.3%	43.9%	43.6%	42.6%	שיעור NOI מהכנסות
27,708	30,103	22,759	30,667	30,992	* EBITDA
13,451	111,763	48,308	47,266	18,202	רווח מעליית ערך ומימוש נדל"ן להשקעה נטו
21,369	124,642	60,802	63,432	27,933	רווח נקי
346,260	347,671	367,276	367,429	504,716	חוב פיננסי
3,017	1,405	3,189	1,176	72,374	יתרות נזילות
343,243	346,266	364,087	366,253	432,342	חוב פיננסי, נטו
582,615	704,468	798,106	794,457	968,421	CAP
579,598	703,063	794,917	793,281	896,047	CAP, נטו
529,002	643,178	695,464	695,464	795,103	נדל"ן להשקעה
236,355	356,797	430,830	427,028	463,705	הון עצמי וזכויות מיעוט
591,043	712,906	807,657	804,886	978,891	סך מאזן
59.4%	49.4%	46.0%	46.2%	52.1%	חוב פיננסי ל-CAP
59.2%	49.3%	45.8%	46.2%	48.2%	חוב פיננסי, נטו ל-CAP, נטו
40.0%	50.0%	53.3%	53.1%	47.4%	הון עצמי וזכויות מיעוט למאזן
8,020	9,019	10,195	14,639	21,857	FFO בנטרול רווח ממכירת יח"ד
6,176	6,358	8,824	12,401	12,958	FFO בנטרול רווח ממכירת יח"ד וולא דיבידנד ממוחזקות
8,890	10,491	10,720	15,581	23,387	FFO כולל רווח ממכירת יח"ד (Zarasai בלבד) **
1.4	1.5	1.8	2.0	2.2	EBITDA לתשלומי ריבית
12.4	11.5	12.0	11.9	10.5	חוב נטו ל-EBITDA בניכוי שיערוכים
43.2	38.5	27.0	25.1	17.3	חוב ל-FFO בנטרול מכירת יח"ד
42.8	38.4	26.8	25.0	14.8	חוב נטו ל-FFO בנטרול מכירת יח"ד
38.9	33.1	25.7	23.6	16.2	חוב ל-FFO כולל מכירת יח"ד (zarasai)
38.6	33.0	25.5	23.5	13.9	חוב נטו ל-FFO כולל מכירת יח"ד (zarasai)

* EBITDA-כוללת רווח ממכירת יח"ד ודיבידנדים ממוחזקות ואינה כוללת שיערוכים ** מכיון שהנכסים שעברו הסבה לקונדו ומרבית היח"ד בהם נמכרו, לא הועברו לחברה. היקף הרווח ממכירת דירות בתקופת הדוח ותקופות השוואה אינו מייצג את הצפי לרווחיות עתידית. החל מהרבעון הראשון של שנת 2014 החברה צפויה להכיר ברווח משמעותי בגין בניינים שהחלו בהם מכירת יח"ד

אופק הדירוג

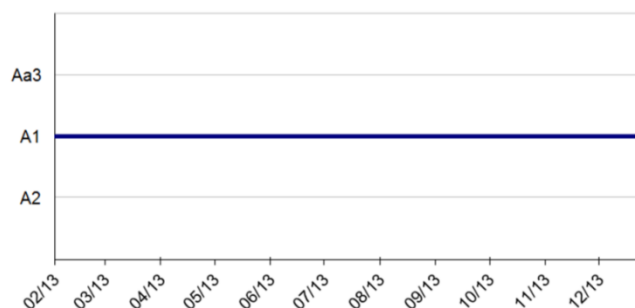
גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג או את אופק הדירוג

- גידול משמעותי בהיקף הפעילות ובגמישות הפיננסית באופן שלא יפגע בפרופיל הסיכון של החברה
- שיפור משמעותי ביחסי האיתנות והכיסוי

גורמים העלולים לפגוע בדירוג או באופק הדירוג

- הרעה מהותית בסביבה העסקית של החברה באופן שיביא לפגיעה משמעותית ביחסי האיתנות והכיסוי
- חלוקת דיבידנד חריגה שאינה תואמת את היקף החלוקה שנלקחה בשיקולי הדירוג

היסטוריית דירוג



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 מובלת ע"י מר וינר משנת 1976 ברכישת, תפעול, ניהול והשבחה של בתי דירות להשכרה בניו יורק, בעיקר בתחום ה- Regulated Housing, כך ש-96% מהשוכרים הינם שוכרים המוגדרים במעמד Rent Stabilized, כ-2% מהשוכרים מוגדרים במעמד Rent Control והיתר הינם שוכרים בשכירות חופשית. החברה מחזיקה ביותר מ-8 אלפי דירות ברחבי ניו-יורק (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.



מחקרים מתודולוגיים

[ניתוח חברות נדל"ן - דוח מתודולוגי](#) - אוגוסט 2009.

[חברות נדל"ן - מתודולוגיה](#), נובמבר 2008.

המחקרים מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

דוחות קודמים: דוח דירוג ראשוני פברואר 2013

תאריך הדוח: 7 בינואר 2014

מונחים פיננסיים עיקריים

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	הוצאות ריבית
	Interest
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	הוצאות ריבית תזרימיות
	Cash Interest
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	רווח תפעולי
	EBIT
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני הפחתות
	EBITA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני פחת והפחתות
	EBITDA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה
	EBITDAR
סך נכסי החברה במאזן.	נכסים
	Assets
חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	חוב פיננסי
	Debt
חוב פיננסי - מזומן ושוי מזומן - השקעות לזמן קצר.	חוב פיננסי נטו
	Net Debt
חוב + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	בסיס ההון
	Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בצידוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	השקעות הוניות
	Capital Expenditures (Capex)
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	מקורות מפעילות *
	Funds From Operation (FFO)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת *
	Cash Flow from Operation (CFO)
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	תזרים מזומנים פנוי*
	Retained Cash Flow (RCF)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי *
	Free Cash Flow (FCF)

* יש לשים לב, כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד שהתקבל ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים מפעילות שוטפת.

סולם דירוג התחייבויות

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.	Aa	
התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.	A	
התחייבויות המדורגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	Baa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	B	
התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאד.	Caa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאד ועלולות להיות במצב של חדלות פירעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.	Ca	
התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פירעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.	C	

מידרוג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa ועד Caa. המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגורית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגורית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגורית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.



דו"ח מספר: CRZ100114450M

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739

טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2014.

מסמך זה, לרבות פיסקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת.

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: www.midroog.co.il. הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכוני אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכים להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מניפק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע ביעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמניפים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס (Moody's) (להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739

טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il