



דוח אנליטי
פברואר 2008

The Leser Group Ltd.

דירוג: A1	דירוג Issue
-----------	-------------

הדירוג ניתן לאג"ח (סדרה א') בסכום של עד 200 מיליון ₪ שתנפיק דה לסר גרופ לימיטד. אגרות החוב תיפרענה ב - 7 תשלומים שנתיים שווים החל בשנת 2010 ועד לשנת 2016 (כולל) (מח"מ של כ - 4.2 שנים) ותהיינה צמודות לדולר, מעבר לשער בסיס שקלי. תמורת ההנפקה מיועדת למימון עסקאות חדשות לרכישת נכסים בארה"ב. הדירוג כפוף להעברת אחזקותיו בנכסים של מר אברהם לסר, המתוארים בדו"ח דירוג זה, לידי החברה.

לצורך ההנפקה החברה מתחייבת שלא להעמיד ערבות לפעילויות שאינן קשורות לחברה באופן ישיר.

פרופיל החברה

חברת דה לסר גרופ לימיטד (להלן: "החברה"), הוקמה ונתאגדה בתאריך 24.8.2007 כחברה פרטית מוגבלת במניות. מאז היווסדה ועד למועד דו"ח דירוג זה לחברה לא הייתה כל פעילות.

החברה הוקמה לצורך גיוס הון, או אג"ח, בבורסה לניירות ערך בתל-אביב בע"מ (להלן: "הבורסה"), למטרת השקעה בנדל"ן בארה"ב. בעל השליטה בחברה, מר אברהם לסר (להלן: "לסר"), התחייב, כי קודם לרישומן למסחר בבורסה של אגרות החוב (סדרה א') המוצעות על פי התשקיף, יעביר לחברה את זכויותיו (לרבות זכויותיו ביחד עם אשתו, הגב' אידית לסר) בתאגידים המחזיקים בזכויות בעלות על נדל"ן בארה"ב, כנגד הנפקת מניות החברה (להלן: "הזכויות המועברות"). יצוין כי לסר מחזיק ויחזיק ב - 100% מההון המונפק והנפרע של החברה.

לאחר העברת הזכויות האמורות לחברה, תעסוק החברה בתחום הנדל"ן המניב בארה"ב וכן בהשקעות בפרויקטים לפיתוח יזמי בתחום הנדל"ן בהיקפים קטנים.

לאחר השלמת העברת הזכויות תחזיק החברה באמצעות תאגידים מוחזקים אמריקאיים, ב - 16 נכסים מניבים בברוקלין, ניו יורק, ונכס אחד מניב בברונקס. במסגרת דו"ח זה סוקרת מידרוג את הפעילות, הזכויות והנכסים אשר יועברו לידי החברה על ידי מר לסר, במסגרת הנפקת האג"ח.

מחברים:

אמיר ארד

אנליסט

amira@midroog.co.il

רון גולדשטיין

ראש צוות

rang@midroog.co.il

אנשי קשר:

אביטל בר דיין

סמנכ"ל, ראש תחום

תאגידים ומוסדות פיננסיים

bardayan@midroog.co.il

מידרוג בע"מ

מגדל המילניום

רח' הארבעה 17

תל-אביב, 64739

טל': 03-6844700

פקס: 03-6855002

info@midroog.co.il

www.midroog.co.il

דו"ח זה מתייחס למבנה הנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד 20.2.2008. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן.

רק לאחר שיומצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף, ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דוח הדירוג.

IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	פרופורמה אג"ח 200	פרופורמה מיקופוסר 310 מ' מ'	נתונים פיננסיים עיקריים - אלפי ₪
31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006	30.9.2006	30.9.2007	₪ מ'	₪ מ' 310	
62,956	63,505	72,057	50,580	48,066			הכנסות
35,953	35,743	41,875	29,114	27,155			Net Operating Income
11,459	11,729	13,502	13,714	9,283			הוצאות מימון
88,970	105,536	121,619	84,244	59,651			רווח נקי
36,138	39,276	44,353	24,885	20,381			רווח נקי בניכוי עליית ערך נדל"ן
				758,691	958,691	1,268,691	סך נכסים
				348,512	548,512	825,020	חוב פיננסי מותאם *
				542,413	542,413	542,413	הון עצמי וזכויות מיעוט
				71%	57%	43%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן
				39%	50%	60%	חוב ל-CAP מותאם
				10.3			חוב פיננסי ל-FFO מותאם **
				56%			NOI % מהכנסות
				49%			רווח נקי מהכנסות בניכוי עליית ערך נדל"ן
57%	57%	58%	58%	49%	48%	37%	
57%	62%	62%	49%	49%	48%	37%	

* חוב פיננסי מותאם: חוב פיננסי, בתוספת איחוד יחסי של חברה כלולה (Livingston).

** חוב פיננסי ל-FFO מותאם: חוב פיננסי דולרי ל-FFO מותאם (על בסיס חישוב דולרי) - ראה ניתוח פיננסי להרחבה

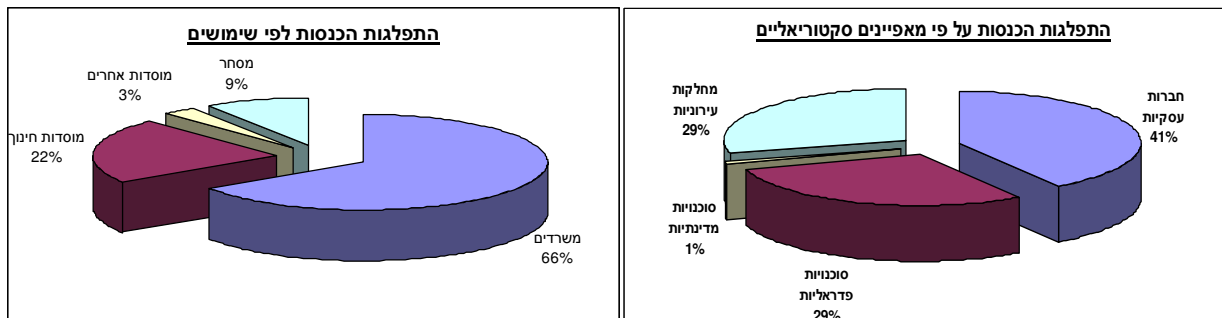
תיאור נכסים

נכון לתאריך 30.9.2007 לחברה ריכוזיות של נכסים בניו יורק ובברוקלין בפרט

נכון ל- 30.9.2007 לחברה 17 נכסים בשטח בנוי של כ- 80 אלף מ"ר אשר מניבים הכנסות בסך של כ- 20 מיליון דולר ארה"ב בשנה (בשיעור תשואה שנתי, ברוטו, של כ- 10%). נכסים אלו מרוכזים בניו יורק, כך ש- 16 מתוך 17 נכסיה של החברה ממוקמים ברובע ברוקלין, ניו יורק ונכס מניב נוסף ממוקם ברובע ברונקס בניו יורק.

לחברה שטחים פנויים בעלי פוטנציאל הכנסה נוסף

היקף השטחים הפנויים של החברה עומד על כ- 5% מכלל השטחים להשכרה. שטחים אלה הינם בעלי הכנסה פוטנציאלית של כ- 2 מיליוני דולר ארה"ב. עיקר השטח הפנוי מצוי בנכס ברחוב Montague והינו פנוי מזה כשנה. בגין כלל השטחים הפנויים משלמת החברה הוצאות תחזוקה והוצאות שוטפות בסך של כ- 650 אלף דולר ארה"ב לשנה. לפיכך, מוערכת התוספת הפוטנציאלית של החברה בכ- 2.6 מיליוני דולר ארה"ב לשנה בגין אובדן הכנסות והוצאות תחזוקה. החברה מעוניינת להשכיר את השטח לשוכר ברמת AAA בחוזה לטווח ארוך ופועלת לאיתור שוכר העונה לפרופיל זה. להלן התפלגות ההכנסות על פי שימושים ועל פי מאפיינים סקטוריאליים (על בסיס הכנסות H12007 בגילום שנתי).



להלן נתונים עיקריים על הנכסים המניבים לתאריך 30.9.2007 (נתונים כספיים באלפי \$, חלק החברה) :

הכנסות שוכר עיקרי	שוכר עיקרי	מספר שוכרים	שיעור תפוסה (2006)	הכנסות באלפי \$ (2006)	% מסך כל השטחים להשכרה	מ"ר בנוי	שיעור אחזקה	שימוש עיקרי	מיקום	הנכס
1,162	עיריית ניו יורק - בית ספר	1	100%	1,162	13.5%	10,700	100%	בית ספר	Brooklyn, NY	77 Clinton Avenue
170	St. Vincents Hospital	2	100%	287	1.2%	1,000	100%*	משרדים / מרפאות	Brooklyn, NY	1310 Rockaway Parkway
265	Relief - עיריית ניו יורק	1	100%	265	2.4%	1,900	100%	מעון יום	Brooklyn, NY	101 Fleet Place
752	DCC NYC	1	100%	752	4.5%	3,500	100%*	בית אבות / מעון יום	Brooklyn, NY	5901 13th Avenue
190	Hyde Park	3	100%	455	2.5%	1,900	100%*	משרדים	Brooklyn, NY	5220 13th Avenue
1,100	רשת קמעונאית - Shop Rite	7	100%	1,706	10.1%	8,000	100%*	בניין מסחרי	Brooklyn, NY	1080 McDonald Avenue
300	מדינת ניו יורק (המשרד לבריאות הנפש)	5	74%	626	5.8%	4,500	100%*	בניין מסחרי	Brooklyn, NY	1083 McDonald Avenue
400	עיריית ניו יורק - בית ספר / מעון	2	100%	554	5.8%	4,000	100%*	מוסדות חינוך / בניין מסחרי	Brooklyn, NY	425 McDonald Avenue
255	Jewish Board	1	100%	255	1.2%	1,000	100%*	מרכז קהילתי	Brooklyn, NY	115-117 Church Avenue
150	Lenox	2	100%	255	1.5%	1,200	100%*	משרדים / מבנה ציבורי	Brooklyn, NY	5902 13th Avenue
1,500	התובע הכללי	8	100%	6,022	16.4%	13,000	83%	משרדים	Brooklyn, NY	195 Montague Street
500	עיריית ניו יורק - בית ספר	5	96%	1,141	4.6%	3,600	75%	משרדים	Brooklyn, NY	340 Flatbush Avenue
235	רשת ריהוט	1	83%	235	2.3%	1,900	85%	משרדים / מרכז קהילתי	Brooklyn, NY	6011-23 Fort Hamilton
633	ביטוח לאומי	1	100%	633	2.5%	2,000	80%	משרדים	Brooklyn, NY	10 Bouck Court
1,548	עיריית ניו יורק - בית ספר	1	100%	1,548	9.4%	7,400	85%	תיכון ציבורי	Bronx, NY	1440 Story Avenue
2,000	משרד הרווחה	18	100%	4,627	16.5%	13,000	35%	משרדים	Brooklyn, NY	111 Livingston Street

(ברה)

* גב' אדית' לסר (רעייתו של מר לסר) היא בעלת 0.01% מהזכויות בנכס זה

** שיעורי התפוסה והכנסות השוכרים העיקריים נובעים מנתוני 2006 המשמשים כנתונים מייצגים לשנה מלאה

שיעור תפוסה				הכנסות באלפי דולר ארה"ב				שימוש עיקרי		הנכס
2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007 E			
100%	100%	100%	100%	1,143	1,154	1,162	1,161	בית ספר	77 Clinton Avenue	
100%	100%	100%	100%	298	265	287	292	משרדים / מרפאות	1310 Rockaway Parkway	
100%	100%	100%	100%	265	274	265	264	מעון יום	101 Fleet Place	
100%	100%	100%	100%	752	769	752	752	בית אבות / מעון יום	5901 13th Avenue	
100%	100%	100%	100%	469	482	455	468	משרדים	5220 13th Avenue	
100%	100%	100%	100%	1,722	1,806	1,706	1,803	בניין מסחרי	1080 McDonald Avenue	
72%	72%	74%	100%	465	622	626	785	בניין מסחרי	1083 McDonald Avenue	
100%	100%	100%	100%	558	563	554	605	מוסדות חינוך	425 McDonald Avenue	
100%	100%	100%	100%	225	257	255	257	בניין מסחרי	115-117 Church Avenue	
100%	100%	100%	100%	248	255	255	261	מרכז קהילתי	1380 36th Street	
100%	100%	100%	100%	248	255	255	261	משרדים / מבנה ציבורי	5902 13th Avenue	
100%	97%	100%	86%	5,894	5,716	6,022	5,164	משרדים	195 Montague Street	
66%	70%	96%	98%	780	743	1,141	1,017	משרדים	340 Flatbush Avenue	
100%	100%	83%	0%	317	313	235	4	משרדים / מרכז קהילתי	6011-23 Fort Hamilton	
100%	100%	100%	100%	664	651	633	759	משרדים	10 Bouck Court	
0%	0%	100%	100%	-	-	1,548	1,517	תיכון ציבורי	1440 Story Avenue	
100%	100%	100%	100%	4,149	4,225	4,627	4,321	משרדים	111 Livingston Street	
90%	90%	97%	93%	17,949	18,095	20,523	19,432	סה"כ / ממוצע		

* נתוני ההכנסה מחושבים על בסיס הדו"חות הכספיים לתאריך 30.9.2007, בגילום שנתי.

** אחוזי התשואה השנתיים לשנת 2007 מחושבים על בסיס הדו"חות הכספיים לתאריך 30.9.2007, בגילום שנתי.

LTV	הלוואות (אלפי \$)	% תשואת NOI 2007	% תשואת הכנסות 2007	% תפוסה (2007)	NOI שנתי (2007)	הכנסות באלפי \$ (2007)	ערך הנכס \$ US -	שימוש עיקרי	הנכס
23%	5,855	3.7%	4.5%	100%	935	1,161	25,600	בית ספר	77 Clinton Avenue
33%	870	8.7%	11.2%	100%	227	292	2,600	משרדים / מרפאות	1310 Rockaway Parkway
21%	697	6.5%	7.8%	100%	220	264	3,400	מעון יום	101 Fleet Place
28%	2,621	7.6%	8.1%	100%	708	752	9,300	בית אבות / מעון יום	5901 13th Avenue
0%	-	7.9%	10.2%	100%	364	468	4,600	משרדים	5220 13th Avenue
34%	7,403	7.3%	8.2%	100%	1,607	1,803	21,900	בניין מסחרי	1080 McDonald Avenue
22%	2,398	6.2%	7.2%	100%	675	785	10,900	בניין מסחרי	1083 McDonald Avenue
16%	1,361	7.9%	7.3%	100%	356	605	8,300	מוסדות חינוך	425 McDonald Avenue
30%	577	10.7%	13.5%	100%	-	204	1,910	בניין מסחרי	115-117 Church Avenue
19%	1,113	3.4%	4.4%	100%	203	261	5,900	מרכז קהילתי	1380 36th Street
19%	1,113	3.4%	4.4%	100%	203	261	5,900	משרדים / מבנה ציבורי	5902 13th Avenue
29%	11,542	4.8%	13.0%	81%	1,927	5,164	39,800	משרדים	195 Montague Street
69%	7,500	5.6%	9.4%	98%	603	1,017	10,800	משרדים	340 Flatbush Avenue
22%	824	-0.5%	0.1%	0%***	-19	4	3,800	משרדים / מרכז קהילתי	6011-23 Fort Hamilton
0%	-	8.5%	11.0%	100%	588	759	6,900	משרדים	10 Bouck Court
62%	7,101	8.6%	13.2%	100%	995	1,517	11,500	תיכון ציבורי	1440 Story Avenue
71%	28,000	6.6%	10.9%	100%	2,612	4,321	39,550	משרדים	111 Livingston Street
38%	77,862	5.9%	9.4%	99%	12,203	19,432	206,760	סה"כ / ממוצע	

*** שיעור התפוסה בנכס עומד על 0% בעקבות שיפוצים שמבצעת החברה בנכס לפני כניסתו של שוכר חדש.

פירוט לגבי נכסים מהותיים

111 Livingston Street – הנכס נרכש בחודש דצמבר 1995, על ידי חברה ייעודית (שותפות מוגבלת שהורכבה משותף כללי – חברה בבעלות ובשליטה מלאה של מר לסר ושותף מוגבל צד ג') אשר הוקמה לצרכי הרכישה, בעלות כוללת של כ – 10.25 מיליון דולר ארה"ב. הבניין, בן 23 קומות, נבנה בשנת 1969 ושופץ באופן יסודי, לאחר רכישתו על ידי מר לסר, בשנת 1996. הנכס מסווג כנכס מסוג Class A בברוקלין. שילוב של גישה מצוינת לאמצעי התחבורה הציבורית השונים (בייחוד גישה לרכבת התחתית) וסמיכותו למנהטן הופכים אותו לנכס אטרקטיבי בשוק הנדל"ן המקומי.

195 Montague Street – הנכס נרכש בחודש אוקטובר 1993, על ידי חברה ייעודית אשר הוקמה לצרכי הרכישה, בעלות כוללת של כ – 10 מיליון דולר ארה"ב. הבניין, בן 14 קומות, נבנה בשנת 1960 ושופץ באופן יסודי, לאחר רכישתו על ידי מר לסר, בשנת 1995. במהלך חודש יולי 1995 מכרה החברה את זכויותיה ב – 5 קומות לשותף מוגבל ובחודש פברואר 2002 מכרה החברה לשותף קומה נוספת בנכס. מר לסר הינו בעל הסמכות הבלעדית לניהול הנכס ולקבלת החלטות הנוגעות לו. לשותף המוגבל, Sovereign Bank, זכות סירוב ראשונה ואישורו המוקדם נדרש, טרם השלמה של כל מכירה או השכרה של הנכס או חלקים ממנו.

77 Clinton Avenue – הנכס נרכש בשנת 1988, על ידי חברה ייעודית אשר הוקמה לצורך הרכישה, בעלות כוללת של 2.6 מיליון דולר ארה"ב. הבניין נבנה במחצית השנייה של המאה ה-20 ושופץ בשנת 1989, לצורך הסבתו לנכס לאחסון ובין השנים 1994-5 שופץ פעם נוספת, לצורך התאמתו לשוכר – New York City Board of Education והפיכתו למבנה בית ספר, בעלות כוללת של כ-9 מיליון דולר ארה"ב (מתוכם 8 מיליון דולר במימון הגוף השוכר). נכון למועד דו"ח דירוג זה, הנכס מושכר במלואו, בהסכם שכירות לתקופה של 15 שנים, המסתיימת בחודש אוגוסט 2010 בדמי שכירות שנתיים בסך של כ-1.04 מיליון דולר ארה"ב, המהווים תשואת ברוטו של כ-4%¹.

נכסי החברה מושכרים בעיקר לשוכרים ממשלתיים ועירוניים, המוגדרים כשוכרים בעלי איתנות פיננסית באיכות המוערכת כגבוהה ביותר

השוכרים בנכסי החברה הינם, על פי רוב, חברות עסקיות הפועלות במגוון תחומים, סוכנויות פדראליות ורשויות מדינתיות או עירוניות. עיקר נכסי הקבוצה בתחום הפעילות מושכרים, נכון למועד דו"ח דירוג זה, לשוכרים בעלי איתנות פיננסית גבוהה – בנקים, גורמים הממומנים על ידי עיריית ניו יורק, גופים עסקיים גדולים וכד'.

ממשלת ארה"ב, מדינת ניו יורק והעיר ניו יורק הינם שוכרים מהותיים אשר שוכרים (באמצעות סוכנויות ממשלתיות ו/או רשויות פדראליות וכו') שטחים שונים בשיעור כולל של כ-73% מסך השטחים להשכרה בתיק הנכסים של החברה. על פי רוב הסכמי השכירות עם הגופים האמורים הינם לתקופות שבין 5 ל-20 שנה, בתוספת אופציות להארכת תקופת השכירות ובדמי שכירות משתנים (במהלך תקופת השכירות). להלן טבלה המרכזת נתונים אודות מועדי הפקיעה הצפויים של הסכמי שכירות, שנחתמו עם הקבוצה בקשר לנכסיה, בשנים 2008 עד 2011 ואילך².

שנה	מס' שכירויות מסתיימות	שטח מושכר	% מתוך סך הנכסים להשכרה	תשלומי השכירות בגין החוזים (באלפי \$)	% מכלל דמי השכירות
2008	4	46,400	6.52%	1,700	12.83%
2009	7	70,884	9.97%	1,886	14.24%
2010	1	2,499	0.35%	76	0.58%
2008-2010	12	119,783	16.84%	3,662	27.65%

כפי שניתן לראות מהטבלה, חוזי שכירות בהיקף של 16.8% מהשטחים להשכרה, המהווים למעלה מרבע מהכנסות החברה, עומדים להסתיים במהלך השנים 2008 – 2010. מרבית חוזי השכירות אשר עומדים לפקוע בשנים 2008-2010 נחתמו בסוף שנות ה-90 במחירי שכ"ד הנמוכים משמעותית משכ"ד המקובל בתקופה זו. לפיכך, להערכת החברה פקיעת הסכמי השכירות בשטחים גדולים במהלך השנים 2008-2010, טומנת בחובה הזדמנויות להגדלת הכנסות השכירות של הקבוצה. ניתוח של חברת השמאים Richard Ellis על שוק הנדל"ן המניב בברוקלין הראה כי נכון למועד דו"ח דירוג זה עומדים דמי השכירות הממוצע לרגל ריבועי על כ-27.5 דולר ארה"ב. בדיקה של תשלומי השכירות לרגל ריבועי, בעיקר של המוסדות הממשלתיים / עירוניים, מראה כי דמי השכירות נמוכים באופן משמעותי ממחירי השוק – בעיקר כתוצאה מחוזי שכירות ארוכי טווח אשר נחתמו לפני שנים רבות. דמי השכירות בפועל בנכסי החברה מושכרים למוסדות הממשלתיים/עירוניים עומדים על כ-21 דולר לרגל ריבועי. נציין כי קיים פער גבוה יחסית בין שיעור תשואת ההכנסות לעומת עלות הנכסים לבין שיעור תשואת ה-NOI לעלות הנכסים. פער זה נובע בעיקר מהוצאות תחזוקה גבוהות יחסית בגין שימוש באנרגיה באחד הנכסים המרכזיים.

¹ החברה מנהלת מו"מ לחידוש הסכם השכירות החל מחודש ספטמבר 2010 בתנאים דומים, למעט דמי השכירות השנתיים אשר אמורים להיות גבוהים משמעותית מדמי השכירות הנוכחיים. לחברה הצעה חתומה חד צדדית על ידי עיריית ניו יורק ל 10 שנים.
² הנחת הבסיס הינה כי לא ימומשו אופציות להארכת הסכמי השכירות הקיימים, במידה וקיימות.

בעלות וניהול

כאמור, דה לטר גרופ לימיטד, הוקמה ונתאגדה בתאריך 24.8.2007 כחברה פרטית מוגבלת במניות לצורך גיוס הון, או אג"ח, בבורסה לניירות ערך בתל-אביב, למטרת השקעה בנדל"ן בארה"ב. בעל השליטה בחברה, מר אברהם לטר, התחייב, קודם לרישומן למסחר בבורסה של אגרות החוב (סדרה א') המוצעות על פי התשקיף, יעביר לחברה את זכויותיו (לרבות זכויותיו ביחד עם אשתו, הגב' אידית לטר) בתאגידים המחזיקים בזכויות בעלות על נדל"ן בארה"ב, כנגד הנפקת מניות החברה. יצוין כי לטר מחזיק ב- 100% מההון המונפק והנפרע של החברה וגם לאחריה יחזיק ב- 100% מהון החברה. מבנה ההחזקות בחברה מורכב מאחת עשרה חברות בנות, בבעלות מלאה (3^{99.99%}) של החברה, המיועדות לכל אחד מן הנכסים, המוחזקים בבעלות מלאה של החברה, משש חברות בנות, בהיקפי אחזקה שונים, של פרויקטים עם שותפים ומחברת ניהול אחת בבעלות מלאה (99.99%) של החברה, הזכאית לדמי ניהול בשיעור 2.5% בגין ההכנסות ברוטו בנכס ב- Livingston 111.

עיקר הנכסים מוחזקים על ידי מר לטר ומנוהלים על ידי צוותו

כל הנכסים מנוהלים על ידי מר לטר, באמצעות מטה תפעולי היושב בברוקלין. נציין כי מר לטר ורעייתו הינם בעל השליטה במרבית הנכסים. שני נכסים מרכזיים (Livingston & Montague) מוחזקים על ידי מר לטר בשותפות עם צדדים שלישיים. קיימים מספר נכסים המוחזקים על ידי מר לטר וחלק מעובדי המטה. יצוין כי בחברות הנכסים, שבהן עובדי המטה בברוקלין מחזיקים בהחזקות מיעוט, על פי הסכמי השותפות ו/או מסמכי ההתאגדות של חברות הנכסים האמורות, מנהל מר לטר את חברות הנכסים האמורות כשותף מנהל, ללא צורך בהסכמת שותפיו לאישור פעולות בחברות הנכסים. יצוין כי חלוקת הרווחים באותן חברות נכסים הינן פרו רטה לשיעור החזקה של השותפים בחברות הנכסים.

להערכת מידרוג, לחברה תלות במר אברהם לטר בכל הקשור הפיתוח העסקי ובאיתור הזדמנויות השקעה חדשות

מר אברהם לטר פעיל בתחום הנדל"ן בארה"ב החל מסוף שנות ה- 60 של המאה הקודמת. פעילותו של מר לטר התפתחה עם השנים ונכון למועד דו"ח דירוג זה, מחזיק מר לטר⁴ בפרויקטים רבים נוספים בתחום הנדל"ן, רובם באזור העיר ניו-יורק רבתי. למר לטר ניסיון נרחב בכל ההיבטים של נדל"ן מסחרי. עיקר הצלחת פעילותו נבעה מפעולות שיפוץ ושיקום נכסים, כאשר במהלך 30 השנים האחרונות שידרג מר לטר באופן זה כ- 100 נכסים. כמו כן, ביצע מר לטר שיפוץ של כ- 140 אלף מ"ר, בבניינים רבי קומות בברוקלין, מרבית נכסים אלו מושכרים נכון לינואר 2008, בתפוסה מלאה לשוכרים בעלי איתנות פיננסית גבוהה. להערכת הנהלת החברה ומידרוג, במידה ומר לטר יחדל מהיות בעל שליטה ו/או נושא משרה בחברה, עלול הדבר להשפיע באופן מהותי על הפיתוח העסקי של החברה ופחות על פעילותה השוטפת ותזרימיה מהנכסים הקיימים. מר לטר התחייב להישאר בעל השליטה בחברה למשך 3 שנים לפחות. במידה ולאחר פרק זמן זה ימכור מר לטר את אחזקותיו לצד שלישי, באופן שלאחר מכירה כאמור יחדל מהיות בעל שליטה בחברה בין במישרין ובין בעקיפין (כהגדרת המונח "שליטה" בחוק ניירות ערך, התשכ"ח - 1968), יוכלו מחזיקי האג"ח לדרוש פירעון מידי לסדרה, בתנאים הרשומים בתשקיף.

³ הגברת אידית לטר תחזיק ב- 0.01% מזכויות הבעלות על תשעה מתוך אחד עשר הנכסים בבעלות החברה.
⁴ בין במישרין ובין בעקיפין, בין בעצמו ובין ביחד עם שותפים.

בין החברה ובין מר לסר התחייבות לתיחום פעילות של בעל השליטה

מר אברהם לסר התחייב, כי כל עוד אגרות החוב (סדרה א') נמצאות במחזור וכל עוד יהיו בידי החברה אמצעים נזילים, הוא לא ירכוש נדל"ן מניב בארה"ב, אלא באמצעות החברה. למען הסר ספק, יובהר כי אין באמור לעיל כדי להגביל את פעילותו של מר לסר ברכישת נדל"ן מניב בארה"ב זאת, ככל שאין לחברה אמצעים נזילים באותה עת, או לעסוק בפעילויות אחרות בתחום הנדל"ן, שלא באמצעות החברה, כגון השקעה בפרויקטים יזמיים.

לבעל המניות בחברה ערבויות אישיות, עבור חובות החברה, בסך כולל של כ – 15.6 מיליון דולר ארה"ב וערבות מוגבלת נוספת בהיקף של 102 מיליון דולר ארה"ב

במסגרת הסכמי מימון שהתקשרו בהם חברות הבנות של החברה, למימון רכישה ו/או שיפוץ של נכסי מקרקעין, העמיד בעבר בעל השליטה, מר לסר, ערבויות אישיות. נכון לתאריך 30.9.2007 הסכום הכולל של ההלוואות אשר מר לסר ו/או רעייתו הינם ערבים לפירעון, מסתכם בכ – 15.6 מיליון דולר ארה"ב. בהלוואות נוספות, בהיקף של כ – 102 מיליון דולר ארה"ב, קיימת ערבות מוגבלת לענייני איכות סביבה, הונאה, התרשלות רבתי וכו'.

החברה תתקשר בהסכמי שירותי ניהול לצורך קיום מנגנון ניהול בכל הקשור לפעילותה

הואיל ולחברה אין, נכון למועד דו"ח דירוג זה, מנגנון ניהול עצמאי בכל הקשור לפעילותה, החברה מתכוונת להתקשר בהסכם שירותי ניהול עם שתי חברות ניהול בבעלותו ובשליטתו של מר לסר (להלן "חברות הניהול"), לצורך קבלת שירותי ניהול ממר לסר ועובדי המטה, לרבות הנהלת חשבונות, חשבות, שירותי משרד, תקשורת, מחשבים, מזכירות וכו', בתמורה חודשית של 20 אלפי דולר ארה"ב. בכל הנוגע לניהול נכסי החברה, החברה מתכוונת להתקשר בהסכם ניהול נוסף עם חברות הניהול, לצורך קבלת שירותי ניהול נכסים לגבי נכסיה בתמורה ל – 3% מסך ההכנסות⁵, ברוטו, מאותם הנכסים. הסכם הניהול ביחס לניהול נכסי החברה אמור לשקף את רמת ההוצאה בפועל הקיימת בדו"חות לשנים המדווחות ולפיכך לא צפוי שינוי בהוצאות החברה בגין הסכמי ניהול אלו.

בעלי תפקידים בכירים בחברה

שם	תפקיד	עיסוק ב – 5 השנים האחרונות
מר אברהם לסר (60)	יו"ר הדירקטוריון ונשיא	יזם נדל"ן, נשיא קבוצת לסר
מר הארי (חיים) מילר (47)	דירקטור וסגן נשיא ומנהל הכספים בחברות מקבוצת לסר	מנהל מטה קבוצת לסר בברוקלין
מר אברהם פירסט (30)	דירקטור וחשב	חשב בקבוצת לסר ולפני כן מבקר במשרד רואי חשבון.
מר שעה סטאל (50)	מנהל נכסים ראשי	עובד בקבוצה למעלה מ – 15 שנה.

⁵ שירותי הניהול בגין Livingston יעמדו על 2.5% מסך ההכנסות, ברוטו בלבד.

אסטרטגיה עסקית

אסטרטגיית החברה מעודדת שימוש במודל העסקי הקיים הכולל אחזקה בנכסים מניבים והשבחתם .

בנוסף שוקלת החברה השקעות בפרויקטים לפיתוח נדל"ן מניב

בכוונת החברה להמשיך ולפעול בתחום הפעילות הנוכחי, הכולל אחזקה בנכסים מניבים לצד איתור נכסים ו/או מיזמים רווחיים בתחום הנדל"ן להשקעה, תוך התמקדות באזור ניו יורק והמדינות הסמוכות. פעילות הקבוצה צפויה לכלול, בין היתר, איתור מבנים, רכישה, שיפוץ, התאמה לשכירות והשכרה של מבנים אלו. החברה תשקול השקעות בפרויקטים לפיתוח בתחום הנדל"ן המניב ותמשיך לעסוק בהשכרת הנדל"ן בבעלותה ו/או מכירתו, בכפוף לנסיבות, למצב השוק ולהזדמנויות העסקיות. החברה מקפידה על שוכרים איכותיים תוך עדיפות לממשלה, מדינה או רשויות מקומיות.

אסטרטגיית המימון של החברה אופיינית לחברת נדל"ן ובעלת גישה שמרנית יחסית, התורמת לייצוב

תזרים הכנסות החברה

פעילות הנדל"ן המניב של הקבוצה בארה"ב ממומנת באמצעות השקעת הון עצמי של הקבוצה ושל שותפים חיצוניים וכן באמצעות קבלת אשראי מצדדים שלישיים. האסטרטגיה של הקבוצה נוטה להסכמי שכירות ארוכי טווח עם שוכרים בעלי איתנות פיננסית גבוהה ולאחר מכן, מימון מחדש של הנכס, בדרך של פירעון ההלוואות הקיימות בהלוואה חדשה בריבית קבועה, לעיתים בהיקף גדול יותר ולתקופה ארוכה יותר, כנגד שעבוד הנכס. על פי רוב, הלוואות המימון מחדש הינן הלוואות לזמן ארוך, לתקופה שבין חמש לעשר שנים, בריבית שנתית קבועה. במידת הצורך, מעמיד לעיתים מר לטר ו/או רעייתו הגב' אידית לטר, ערבות אישית להבטחת פירעון ההתחייבות, על פי הסכמי ההלוואה.

לחברה אין מדיניות חלוקת דיבידנדים

נכון לתאריך מועד דו"ח דירוג זה, לא קיבלה החברה החלטה בדבר מדיניות חלוקת דיבידנדים.

שיקולים עיקריים לדירוג

נכסי החברה ממוקמים במדינה בעלת דירוג AAA, באחת מן הערים המרכזיות בארה"ב, באזור בעל ביקושים ערים ויצבים לשטחי השכרה; נכסי החברה מושכרים לשוכרים ממשלתיים ועירוניים, המוגדרים כשוכרים באיכות דירוג הגבוהה ביותר לתקופות ארוכות; לבעלי החברה מוניטין, ניסיון וקשרים באזורי הפעילות ונגישות גבוהה לגורמים פיננסיים בעיר ניו יורק; הנכסים משמשים לאספקת שירותים בסיסיים לאוכלוסייה המקומית; החברה מחזיקה בבעלות מלאה במרבית הנכסים, המקנה לה התנהלות גמישה; לחברה תמהיל מגוון של נכסי הנדל"ן המוחזקים, המקטינים את חשיפתה לשינויים בביקוש והיצע; אחוזי תשואה גבוהים יחסית, בשילוב עם הכנסות לטווח ארוך, מגדילים את יציבות התזרים של החברה; במקביל, החברה ניצבת בפני תחרות ניכרת מצד היזמים ופעילי הנדל"ן הגדולים בניו יורק; האטה בכלכלה האמריקאית והגדלת ההיצע של שטחי המשרדים עלולים לגרום לירידה בדמי השכירות; בעל השליטה בחברה מהווה דמות מפתח ובעל תרומה מהותית לחברה, אם כי חשיפה זו קטנה יחסית, בעקבות התחייבות של בעל השליטה להישאר בחברה למשך זמן מינימאלי של 3 שנים מתאריך גיוס האג"ח; לחברה חשיפה לשיעורי הריבית הפדראלית; חלק מנכסי החברה משמשים כבטוחות להלוואות ולפרויקטים אשר אינם בבעלותה ולבעלי המניות של החברה ערבויות אישיות, העלולות לייצר דרישה לחלוקת דיבידנדים, אשר תעיק על יכולת ההתרחבות של החברה.⁶

⁶ יצוין כי בהתאם לאמור, עומד הסכום הכולל לטובת שעבודים, נכון למועד ובהתאם לאמור בתשקיף, על סך של כ - 2 מיליון דולר בלבד.

חוזקות

פעילות ארוכת שנים של בעל המניות בחברה יצרה מוניטין, המהווה נתון חיוני וקריטי לפעילות בתחום הנדל"ן, וביססה קשרים עם גורמי ממשל בעיר ניו יורק ועם גורמים פיננסיים
מר לסר פעיל בשוק המקומי, בעיקר ברובע ברוקלין בניו יורק, במשך תקופה של עשרות שנים, כתוצאה ממספר רב של עסקאות בינו ובין גורמים עירוניים שונים. מר לסר הינו בעל קשרים מבוססים בעיר ניו יורק, בעל ניסיון רב בפיתוח פרויקטים מסוגים שונים של נכסים ישנים ובעל נגישות טובה למקורות מימון מבנקים בארה"ב.

החברה מחזיקה בבעלות מלאה במרבית הנכסים

מירב נכסי החברה (למעט הנכס ב - Livingston 111) מוחזקים בבעלות מלאה על ידי החברה. להערכת מידרוג, השליטה בנכסים (למעט Livingston 111 אשר בכל הקשור להחלטות מהותיות לגביו נדרשת הסכמת השותפים המחזיקים ברוב זכויות ההשתתפות בחברת הנכס האמורה) מאפשרת לחברה התנהלות גמישה, מקלה על קבלת החלטות מהירות ביחס לנכסים ותורמת להקטנת רמת הסיכון.

פיזור שימושים בנכסי החברה המקטין את החשיפה לסיכונים שוק שוכרים מסוים

הכנסותיה של החברה מנכסי הנדל"ן המניב שברשותה נובעות מתמהיל מגוון של נכסים – משרדים, בתי ספר מרכזים מסחריים ומוסדות ציבור. להערכת מידרוג, פיזור זה יאפשר לחברה להתמודד במידת מה עם שינויים במגמות היצע וביקוש בשטחי השכרה מסוגים שונים ובהתאם – מקטין את חשיפתה לסיכונים בתחום. בנוסף נציין כי הנכסים משמשים לצורך מתן שירותים בסיסים לאוכלוסייה כדוגמת מוסדות חינוך, מוסדות רווחה, בתי משפט וכד'.

שוכרים בעלי יציבות ואיתנות פיננסית גבוהה והשקעות גבוהות, מצד השוכרים, בנכסים המושכרים אשר יכולה להעיד על שכירויות לטווח הארוך

מרבית השוכרים של הנכסים הינם חברות גדולות בעלות יציבות פיננסית או, לחילופין, ישויות פדראליות/עירוניות, הנחשבות ליציבות באותה מידה. איתנות השוכרים מצמצמת את חשיפת החברה לאי יכולת של השוכרים לשלם את דמי השכירות. בנוסף, במקרה של שוכרים מטעם עיריית ניו יורק או הממשל הפדראלי, ההשקעה הנדרשת למעבר (בית משפט, התובע המחוזי) של משרדים כגון אלו מצמצמת את הסיכוי למעבר עם תום חוזה השכירות ומגדילה את יכולת החברה להעלות את שכר הדירה בחוזה המחודש.

אחוזי תשואת NOI סבירים ביחס לעלותם המשוערכת בספרי החברה. אלה בשילוב עם השכרות לטווח ארוך מגדילות את יציבות התזרים ויחסי האיתנות

אחוזי התשואה של הנכסים המניבים, רובם ככולם, גבוהים מהמקובל כיום בשוק הנדל"ן באזורי בהם ממקומים הנכסים שבבעלות החברה. תקופות ההשכרה של נכסי החברה ארוכות מהנהוג בענף ומגיעות לתקופות של 10-5 שנים ובמקרים מסוימים 15 שנים תוך שימוש במדרגות עדכון מוסכמות מראש של דמי השכירות המקנות לחברה יציבות ואף צמיחה בתזרים ההכנסות.

היקף נמוך של חוב, איתנות גבוהה ויחסי כיסוי טובים ערב גיוס האג"ח מאפשרים לחברה מינוף השקעות וניצול הזדמנויות בשוק

החברה מציגה ערב גיוס האג"ח נתוני איתנות פיננסית גבוהים לחברת נדל"ן מסוגה המתבטאים בהון עצמי לסך מאזן של כ - 71.5% וחוב פיננסי ל - CAP (ברוטו) בשיעור של כ - 30% בלבד. בהנחת גיוס חוב של 200 מיליון \$ באמצעות הנפקת אג"ח צפויה החברה לפגיעה ביחסי האיתנות והכיסוי של החברה עד לכדי הון עצמי למאזן של כ - 40%. נציין כי לצורך שמירה על הדירוג הנוכחי החברה לא תחרוג מיחס חוב ל-CAP

של 60%. על מנת להגיע ליחס זה ועל בסיס נתונים ליום 30.9.2007 לחברה יכולת גיוס חוב נוסף לאג"ח בסך של 310 מיליון ₪.

גורמי סיכון עסקיים

תחרות ניכרת מצד היזמים ופעילות של פעילי נדל"ן גדולים בניו יורק מקשים על כניסה לפרויקטים ועל השגת תשואות גבוהות באופן תדיר

קיימת תחרות ניכרת מצד יזמים, מנהלים ובעלים אחרים של נכסים אחרים בשווקים של תחום פעילות החברה בארה"ב. החברה מתמודדת עם מתחריה על רכישת נכסים, הקמת שותפויות לפיתוח עם שותפים אטרקטיביים, השגת מימון ומכירה או השכרה של נכסים.

האטה בכלכלה האמריקאית והגדלת ההיצע של שטחי המשרדים עלולה לגרום לירידה של דמי השכירות
נכון למועד דו"ח דירוג זה, כ- 62 אלף מ"ר של שטחי משרדים נמצאים בשלבי בנייה ברחבי ברוקלין – היקף שטחים, המייצג עלייה של 2.6% בהיקף השטחים למשרדים בברוקלין. הגדלת ההיצע של שטחי המשרדים בברוקלין, בתוספת האטה כלכלית, כאמור, תוביל ככל הנראה לירידה בביקושים לשטחי מסחר ומשרדים וכפועל יוצא, לירידה בדמי השכירות הנהוגים בשוק. מנגד נציין, כי הנכסים של החברה מושכרים בדמי שכירות הנמוכים מהמקובל בשוק.

בעל השליטה מהווה דמות מפתח ובעל תרומה מהותית לחברה

לקבוצה תלות במר לטר, לאור ניסיונו רב השנים, מומחיותו, המוניטין שיצר וקשריו העסקיים בתחום פעילותה של החברה בפרט בכל הקשור בפיתוח העסקי. להערכת מידרוג, מר לטר הינו דמות מפתח ברכישה ובאיתור של השקעות חדשות ובנגישות החברה לגופים שוכרים ולגורמים מממנים. במידה ומר לטר יחדל מהיות בעל שליטה ו/או נושא משרה עלול הדבר להשפיע באופן מהותי על פעילותה השוטפת של החברה, אם כי בטווח הארוך מעריכה החברה כי תוכל להכשיר אנשים מתוך המנגנון הקיים כדי למלא את מקומו. יש לציין כי החשיפה לסיכון זה נמוכה יחסית היות ומר לטר התחייב להישאר בעל השליטה בחברה במשך לפחות 3 שנים ולאחר מכן, במידה וימכור את אחזקותיו לצד שלישי, באופן שבו יחדל מהיות בעל שליטה בחברה בין במישרין ובין בעקיפין (כהגדרת המונח "שליטה" בחוק ניירות ערך, התשכ"ח – 1968) לאחר מכירה כאמור, יוכלו מחזיקי האג"ח לדרוש פירעון מיידי לסדרה, בתנאים הרשומים בתשקיף.

גורמי סיכון פיננסיים

חשיפה לשיעורי הריבית הפדראלית

החברה חשופה לשינויים בשיעורי הריבית הפדראלית בארה"ב. עלייה בשיעורי הריבית האמורה עלולה להקטין את יכולתה של החברה לממן מחדש את נכסיה על ידי מחזור הלואות קיימות. נציין כי הריבית במרבית ההלוואות הינה קבועה כך שרגישות הוצאות המימון לשינויים בשיעורי הריבית נמוכה יחסית.

חלק מנכסי החברה שימשו כבטוחות לפרויקטים אשר אינם בבעלותה ולבעלי המניות ערביות העלולות בתרחיש מסוימים לדרוש חלוקת דיבידנדים אשר תעיק על יכולת ההתרחבות של החברה

במקרים מסוימים שימשו נכסי החברה כבטוחה לפירעון אשראי או מימון נכס, לשימושי הפרטיים של בעל החברה – מר לטר. נכון לתאריך 30.9.2007, הסכום הכולל המובטח בנכסי התאגידים בבעלות החברה, לטובת פרויקטים שאינם בבעלותה, עמד על סך של 8,373 אלף דולר ארה"ב⁷. לצורך הערכת החברה, חושבה ערבות זו, על אף שאינה מופיעה במאזני החברה, כחלק מהחוב הפיננסי. בנוסף, למר לטר ערבות אישית בסך של 15.6 מיליון דולר וערבות מוגבלת לענייני איכות סביבה, הונאה והתרשלות, בהיקף של כ- 102 מיליון

⁷ יצוין כי בהתאם לאמור, עומד הסכום הכולל לטובת שעבודים, נכון למועד ובהתאם לאמור בתשקיף, על סך של כ- 2 מיליון דולר בלבד.

דולר ארה"ב. במסגרת הדירוג בחנה מידרוג את כלל נכסיו של מר לסר ושיקללה, בקביעת הדירוג, תרחישית היתכנות שונים ואת השפעת החשיפה של ערבויות ושעבודים אלו על פעילות החברה. נציין כי לאחר הנפקת באג"ח החברה תחדל מלהעמיד ערבויות לטובת השקעות שאינן ישירות של החברה.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת הדירוג:

- הרחבה ופיזור משמעותיים של תיק הנכסים המניבים, תוך שמירה על האיתנות הפיננסית.
- שיפור ביחסי הכיסוי לאורך זמן.

גורמים אשר עלולים להוביל להורדת הדירוג:

- שינוי במתווה האסטרטגי והגדלת המרכיב היזמי מעבר להיקף של 5% מסך ההון העצמי ואגרות החוב במחזור של החברה.
- שינויים מהותיים בבעלי המניות החברה ובמבנה השליטה בחברה ובפרט, יציאתו של מר לסר ממעורבות בפעילותה.
- הרעה ביחסי האיתנות הפיננסית כך שיחס החוב ל – CAP (ברוטו) יעלה על שיעור של 60%.
- פגיעה חמורה בנוילות החברה ובנגישותה למקורות מימון.
- מדיניות דיבידנד אגרסיבית שיש בה לפגוע באיתנות הפיננסית וביכולת התזרימית.

ניתוח פיננסי

כללי

הן דו"חות הרווח וההפסד והן המאזן הינם דו"חות פרופורמה של החברה ושל חברות הבת שלה, אשר אמורים לשקף את מצבה הכספי של החברה על פי האיחוד, המותנה בהשלמת רישומן של אגרות החוב והעברת זכויותיו של בעל השליטה.

הדו"חות הכספיים הוכנו בהתאם לתקני הדיווח הכספי הבינלאומיים (IFRS). הדו"חות מוצגים בשקלים, כפי שתורגמו ממטבע הפעילות של הקבוצה, דולר ארה"ב, בהתאם לתקן חשבונאות בינלאומי (IAS) מספר 21 ('השפעות שינויים בשערי חליפין של מטבע חוץ'). הפרשי השער שנבעו מהתרגום הוכרו כרכיב נפרד בהון העצמי.

תוצאות הפעילות – דו"ח רווח והפסד

דה לסר גרופ (מאוחד) : תמצית רווח והפסד (באלפי ₪)

IFRS FY 2004	IFRS FY 2005	IFRS FY 2006	IFRS Q1-3 2006	IFRS Q1-3 2007	דוח רווח והפסד - מאוחד אלפי ₪
62,956	63,505	72,057	50,580	48,066	סה"כ הכנסות מהשכרת וניהול נכסים
26,824	27,583	30,004	21,330	20,786	סה"כ עלות תפעול הנכסים
36,132	35,922	42,053	29,250	27,280	Net Operating Income
179	179	178	136	125	הוצאות הנהלה וכלליות
35,953	35,743	41,875	29,114	27,155	רווח תפעולי
11,459	11,729	13,502	13,714	9,283	הוצאות מימון, נטו
52,832	66,260	77,266	59,359	36,270	הכנסות מעליית ערך נדל"ן להשקעה
77,326	90,274	105,639	74,759	54,142	רווח לפני מיסים על ההכנסה
1,253	1,217	1,311	1,023	1,342	מיסים על ההכנסה (הטבת מס)
76,073	89,057	104,328	73,736	52,800	רווח (הפסד) לאחר מיסים על ההכנסה
12,897	16,479	17,291	10,508	6,851	חלקה של הקבוצה ברווחי (הפסדי) חברות כלולות
3,559	4,221	4,865	3,370	2,386	חלק המיעוט ברווחי (הפסדי) חברות מאוחדות נטו
88,970	105,536	121,619	84,244	59,651	רווח (הפסד) נקי
36,138	39,276	44,353	24,885	20,381	רווח (הפסד) נקי בנטרול עליית ערך נדל"ן להשקעה

* הרווח הנקי בנטרול עליית ערך נדל"ן להשקעה, לתקופה של תשעה חודשים שנסתיימה בתאריך 30 לספטמבר 2007, משקף נטרול של 3 מיליון ₪ בגין עליית ערך נדל"ן בחברה כלולה (מתוך סך של 6,851 אלפי ₪)

פער גבוה בין שיעורי תשואת ההכנסות לשיעור תשואת ה- NOI לחברה יציבות תזרימית אשר מגדילה את יכולת התכנון ופריסת החובות של החברה.

לחברה שיעור תשואה של ההכנסות בממוצע של 9.4% ושיעור תשואת NOI של 5.4% ביחס לעלות המשוערכת של הנדל"ן. במקביל, שיעורי הריבית של החברה עומדים על כ- 6%-5.5%. שיעור המנוף הנמוך יחסית ביחס עם שיעורי רווחיות נמוכים יחסים תורמים לשורת רווח נקי. נציין כי לאורך השנים שוערך שווי הנכסים.

בשנת 2007 ביצעה החברה שינויים בשניים מנכסיה (שינוי שוכרים ושיפוץ מבנה) אשר הביאו לירידה ברווח הנקי.

מאזן לתאריך 30.9.2007 (באלפי ₪):

IFRS	פרפורמה	פרפורמה	נכסים
30.9.2007	200,000	310,000	רכוש שוטף
1,044	1,044	1,044	מזומנים ושווי מזומנים
2,449	2,449	2,449	מזומנים מוגבלים בשימוש
19,866	19,866	19,866	לקוחות וחייבים אחרים
23,359	23,359	23,359	סה"כ רכוש שוטף
			השקעות וחובות לזמן ארוך
64,318	64,318	64,318	השקעות בחברות כלולות
671,014	871,014	1,181,014	נדל"ן להשקעה
735,332	935,332	1,245,332	סה"כ השקעות לזמן ארוך
758,691	958,691	1,268,691	סך נכסים
IFRS	פרפורמה	מינוף	התחייבויות
30.9.2007	200,000	400,000	התחייבויות שוטפות
5,097	5,097	5,097	אשראי בנקאי (כולל חלויות שוטפות של הלוואות לז"א
11,386	11,386	11,386	זכאים ויתרות זכות
16,483	16,483	16,483	סה"כ התחייבויות שוטפות
			התחייבויות לזמן ארוך
	200,000	200,000	אגרות חוב
195,005	195,005	505,005	הלוואות לז"א מתאגידים בנקאיים
1,872	1,872	1,872	פיקדונות דיירים
2,918	2,918	2,918	התחייבויות אחרות לזמן ארוך
35,611	35,611	35,611	זכויות המיעוט
506,802	506,802	506,802	הון עצמי
199,795	399,795	709,795	סה"כ התחייבויות לזמן ארוך
758,691	958,691	1,268,691	סך המאזן

החוב הפיננסי של החברה כולל בעיקר הלוואות לזמן ארוך מהבנקים בסך של כ- 200 מיליון ₪. פריסה של ההלוואות לתקופה ארוכה ובריבית קבועה מייצבת את היקף החזר ההלוואות השנתי של החברה מרבית ההלוואות הינן לתקופה של 5-7 שנים, שבסיומה יש לחברה אופציה לחדשן, לתקופת הארכה נוספת בת 5 שנים. חלק מההלוואות הינן לתקופה של 10 שנים או יותר – לגבי הלוואות אלו אין לחברה אופציה לחידוש. שיעורי הריבית של ההלוואות במהלך התקופה הינם קבועים (בחידוש הלוואות קיים מנגנון עדכון לריבית, לפי נוסחה הקבועה בהסכם).

להלן פירוט הסכומים לפירעון הלוואות הבנקאיות בחברה :

שנת התשלום	הסכום באלפי ₪
חלויות שוטפות (2007)	5,097
שנה ראשונה (2008)	5,447
שנה שנייה (2009)	5,822
שנה שלישית (2010)	6,224
שנה רביעית (2011)	6,224
שנה חמישית (2012)	6,654
שנה שישית ואילך	170,858

תשלום מס נמוך, בעקבות הכרה כישויות שקופות, מנטרל כמעט לחלוטין את נטל המס על החברה. החברה הינה חברה המאוגדת ב – British Virgin Island (BVI). החברה אינה חייבת במס ב – BVI. לעניין דיני המס האמריקאים החברה הינה חברה שקופה (look through entity) דהיינו החברה אינה נישומה לצרכי מס וחבות המס הינה של בעלי מניותיה. התאגידים המוחזקים על ידי החברה גם הם גופים שקופים לעניין דיני המס האמריקאים (LP, LLC ו – "S" corporations), דהיינו אין להם חבות במס בגין ההכנסה הנובעת מפעילותם אלא לבעלי מניותיהם.

תוצאת האמור לעיל כי לחברה ולחברות הבת שלה אין כל חבות במס (למעט New York city tax בשיעור של כ – 8% שחל על שניים מהתאגידים המוחזקים ("S" corporations)). מר לסר והחברה התחייבו, כי כל עוד קיימת יתרה של אגרות חוב במחזור, התאגידים לא יבחרו להיחשב כחברות (corporations) אלא ימשיכו להיחשב כשקופים לצרכי מס אמריקאי.

יחסי איתנות וכיסוי

IFRS 30.9.2007	פרופורמה אג"ח 200 מ' ₪	פרופורמה מינוף נוסף 310 מ' ₪	יחסים פיננסיים - אלפי ₪
542,413	542,413	542,413	הון עצמי וזכויות מיעוט
348,512	548,512	825,020	חוב פיננסי בתוספת שעבודים
890,925	1,090,925	1,367,433	CAP
20,381			FFO
27,155			EBITDA
71%	57%	43%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן חשבונאי
30%	45%	57%	חוב ל-CAP
39%	50%	60%	חוב ל-CAP מותאם
12.8			חוב פיננסי ל-FFO
10.3			חוב פיננסי ל-FFO מותאם
9.6			חוב פיננסי ל-EBITDA
2.9			חוב פיננסי ל-EBITDA להוצאות מימון

* חוב פיננסי מותאם : חוב פיננסי בתוספת איחוד יחסי של חברה כלולה (Livingston).

** חוב פיננסי ל – FFO מותאם : חוב פיננסי, דולרי ל – FFO מותאם (FFO על בסיס חישוב דולרי) – ה – FFO המותאם
 חושב על בסיס ההכנסות וההוצאות הידועות – בדולרים. זאת, עקב עיוות שנוצר בחישוב FFO במטבע שקלי, עקב הבדלים בשערי דולר-שקל ברישום הדו"חות.

כאמור, לחברה ערב הגיוס יחסי איתנות וכיסוי טובים, המשקפים את איכות נכסיה ואת היקפי החוב הנמוכים במסגרת פעילותה הנוכחית. ניתן לראות כי לחברה אפשרות, פרופורמה, להגיע למינוף על האג"ח אשר יציב אותה על מסגרת חוב ל – CAP של 60% ויחס הון עצמי למאזן של כ – 43%. בעקבות הגיוס והמינוף המשמעותי, גם יחסי הכיסוי נפגעים במידת מה – עד לכדי יחס כיסוי של 17 שנים חוב פיננסי ל – FFO.

סולם דירוג התחייבויות

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוטה 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 שיפוטה 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 שיפוטה של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.	Caa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון 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 פרעון, 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 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.

דו"ח מספר : CRED240208200M

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") 2008.

אין להעתיק, לצלם, להפיץ או לעשות כל שימוש מסחרי ללא הסכמת מידרוג, למעט לצרכים מקצועיים תוך ציון המקור ו/או לצורך החלטת השקעה.

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 או מכל סיבה אחרת, על כן מומלץ לעקוב אחר עדכונו או שינויו 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, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכונים 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 מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים 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.