



The Leser Group Ltd.

מעקב שנתי | אוגוסט 2012

1

מחבר:

ענבל שלו, רו"ח - אנליסטית
inbals@midroog.co.il

אנשי קשר:

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



The Leser Group Ltd.

אופק דירוג: שלילי	A2	דירוג סדרה (Issue)
-------------------	----	--------------------

מידרוג מודיעה על אישור מחדש של דירוג A2 ושינוי אופק מיציב לשלילי לסדרות האג"ח שבמחזור שהנפיקה חברת The Leser Group Ltd. (להלן: "דה לסר", "החברה").

פירוט סדרות האג"ח במחזור:

ינתת שנות פירעון קרן האג"ח	ערך בספרים של ינתת האג"ח ל 31.03.2012 מיליוני \$	תנאי הצמדה	ריבית שנתית (נקובה %)	מועד הנפקה מקורי	מספר ני"ע	סדרת אג"ח
2012-2016	21,525	דולר	7.3%	מרץ 2008	1109636	א'
2012-2019	47,259	מדד	6.4%	מרץ 2010	1118587	ב'*

*בין השנים 2012 - 2016 נפרעים מידי שנה 8% מהיקף הקרן והיתרה - בשלושה תשלומים שווים בין השנים 2017 - 2019.

דירוג סדרות האג"ח נתמך ע"י מצבת הנכסים של החברה, הממוקמים ברובם בעיר ניו יורק (ארה"ב) ונהנים משוכרים, רובם ממשלתיים, בעלי חוזי שכירות ארוכי טווח, המקנים יציבות להכנסות החברה מנכסים אלו; נכסי החברה הינם בעלי פיזור שימושים רחב הכולל, בין היתר, משרדים, מסחר, בתי ספר, מרכזים רפואיים וכדומה; לחברה ניסיון רב בתחום הנדל"ן המניב בניו יורק והיא בעלת גישה טובה לשוכרים ולעסקאות ייחודיות בשוק; לחברה איתנות פיננסית טובה לרמת הדירוג וכן גמישות פיננסית סבירה בשל LTV נמוך יחסית על נכסיה וכן מספר נכסים חופשיים משעבוד. לחברה לוח סילוקין נוח הפרוס לטווח ארוך; מנגד, דירוג החברה משקף את היקף הפעילות המצומצם יחסית של החברה ומצבת הנכסים בהיקף בינוני ביחס לחברות אחרות ברמת הדירוג של החברה, היוצרים השפעה שולית גבוהה לכל נכס, תלות בנכסים ושוכרים ספציפיים ובהתאם לכך תנודתיות לאורך זמן ביחסי הכיסוי;

הצבת אופק הדירוג השלילי נובעת בשל אי התייצבות יחסי הכיסוי של החברה כפי שהדבר בא לידי ביטוי בדוחות הכספיים, ברמה שהיתה צפויה במסגרת תחזיות הדירוגים הקודמים שנערכו. הרעה בדירוג עלולה להתממש ככל שדוחות החברה לא יציגו התייצבות של יחסי הכיסוי אשר תתאם את רמת דירוג החברה ביחס להיקף פעילותה. בנוסף, לחברה יתרות אג"ח הצמודות למדד המחירים לצרכן, המממנות את פעילות החברה, הצמודה לדולר ארה"ב. כנגד יתרות אלו לא קיים גידור המבטיח הגנה מפני תנודות בשער החליפין ובמדד המחירים לצרכן. החברה טרם ביצעה פעולות גידור, וככל שהחברה לא תדאג לביצוע גידור, יהווה ענין זה גורם נוסף העלול להביא להורדת הדירוג.

היקף פעילות החברה בינוני ; מצבת הנכסים סולידית עם שוכרים ממשלתיים לטווח ארוך

החברה הינה בעלת היקף פעילות בינוני בהשוואה לחברות אחרות ברמת הדירוג של החברה. פעילותה מרוכזת בתחום הנדל"ן המניב במדינת ניו יורק, ארה"ב, ובסביבותיה. מצבת נכסיה כוללת 23 נכסים מניבים (מתוכם 5 נכסים מוחזקים דרך חברות בשליטה משותפת וחברות כלולות), בשטח כולל של כ- 1,769 אלף רגל רבוע (חלק החברה במאוחד, בתוספת איחוד יחסי של חברות כלולות וחברות בשליטה משותפת), הממוקמים בעיר ניו יורק, מלבד נכס הנמצא במדינת קונטיקט, גם הוא בסמוך לעיר ניו יורק, נכס ב- Up State ניו יורק ונכס בלונג איילנד. סך ה- NOI של החברה ברבעון הראשון לשנת 2012 עומד על כ- 3 מיליון דולר, ובאיחוד יחסי על כ- 5 מיליון דולר ארה"ב, אשר בגילום שנתי מהווים כ- 20 מיליון דולר ארה"ב. החברה מבצעת כעת תהליכי אכלוס בנכסים והחלפת דיירים אשר צפויים להגדיל את ה- NOI מנכסיה. כמו כן, רכשה החברה לאחרונה נכס (Hempstead) אשר כעת נמצא בתהליכי שיפוץ מסיביים. נכס זה תורם לגידול במצבת נכסי החברה וכן במגוון מקורותיה. בנכס בקונטיקט החברה חתמה בחודש יולי 2012 על חוזה שכירות ל- 21 שנים, שיניב לה הכנסות של כ- 1.8 מיליון דולר בשנה (חלק החברה), לאחר תקופת גרייס והנחות של כשנתיים. נכס זה נמצא בהקמה, ויאוכלס רק בטווח הבינוני. החברה אף הצליחה לאחרונה לממש חלק מנכס בברוקלין בתמורה נטו של כ- 20 מיליון דולר, ברווח של כ- 6 מיליון דולר.

אופי פעילות החברה הינו סולידי ומאופיין בהשכרת הנכסים בחוזים ארוכי טווח, בדגש על שוכרים ממשלתיים או שוכרים המגובים ע"י הממשל, גרם המקטין את פרופיל הסיכון של החברה. כ- 74% מנכסי החברה מושכרים לממשלה (הממשל הפדרלי, מדינת ניו יורק, העיר ניו יורק וגופים ממשלתיים נוספים) לתקופות של בין 5 ל- 20 שנה. כמו כן לחברה שוכרים רבים לטווח ארוך, כגון מפעילי דיור מוגן ומרכזים רפואיים. סה"כ מצבת השוכרים של החברה עומדת על כ- 60 שוכרים, בפיזור רחב של ענפים. לחברה גישה טובה לעסקאות בשוק הנדל"ן באזור ניו יורק, אולם לרוב עסקאותיה הינן ברכישת נכסים בעלי מאפיינים מיוחדים ברמת מורכבות גבוהה יחסית הכוללת מציאת/החלפת שוכרים ושיפוץ של הנכס הנרכש, כך שלרוב אינן מניבות תזרים מידי. לחברה שוכר מהותי החתום על חוזה שכירות ל 12 שנים. שוכר זה מהווה כ- 21% מסך ה- NOI של החברה, נכון ל- 31.12.2011 (בית חולים של אוניברסיטת ניו יורק). עם זאת, עקב הגידול במצבת נכסי החברה והשיפור הצפוי בהכנסות העתידיות, ריכוזיות השוכר צפויה לרדת.

תנודתיות גבוהה לאורך השנים ביחסי הכיסוי הנובעת מ- FFO נמוך יחסית

יחסי הכיסוי של החברה חשופים לתנודתיות, זאת בשל היקף ה- FFO הנמוך יחסית הנובע מפורטפוליו הנכסים, כך, כל שינוי במצב הנכסים או קיטון בתזרים מסיבה אחרת, משפיע על יחסים אלה. בהתאם לכך, בשנת 2011 נפגע ה- FFO בשל מספר קומות בנכס מונטגיו שלא היו מאוכלסות, אשר בגינן לא שולם שכ"ד ומנגד שולמו הוצאות אחזקתן. כפי שצוין לעיל, החברה מכרה קומות אלו ברווח של כ- 6 מיליון דולר ארה"ב מהלך שנת 2012. שנת 2012 צפויה אף היא להיות תנודתית לאור רכישת נכסים חדשים אשר טרם מניבים הנבה מלאה לחברה ולאור זאת שאכלוס מלאו הקומות שנתרו בנכס האמור בידי החברה יבוא לידי ביטוי באופן מלא רק עם מסירת הקומות שנמכרו לרוכש. מידרוג מצפה כי החברה תפעל לייצוב יחסי הכיסוי לאורך זמן, אשר ישתקפו בדוחותיה, על מנת להקטין את פרופיל הסיכון שלה. בהתאם לתחזיות החברה, יחסים אלו צפויים לעמוד על עד 25 שנה, בהתחשב בהסכמי שכירות שנחתמו לאחרונה.



איתנות וגמישות פיננסית טובים, לוח סילוקין נוח הפרוס לטווח רחוק

החברה שומרת לאורך זמן על איתנות פיננסית טובה ביחס לדירוג, גורם הבא לידי ביטוי ביחסים הפיננסיים של החברה, כגון החוב ל- CAP נטו, העומד על כ- 50% לאורך זמן. להערכת מידרוג, גם הגידול בהיקף המינוף לצורך מימוש תוכניות רכישת נכסים והשבתם, יותיר את רמת המינוף נמוכה מ- 60% חוב ל- CAP נטו, ברמת האיחוד היחסי של חברות כלולות וחברות בשליטה משותפת, רמת מינוף אשר טובה יחסית לרמת הדירוג הנוכחית.

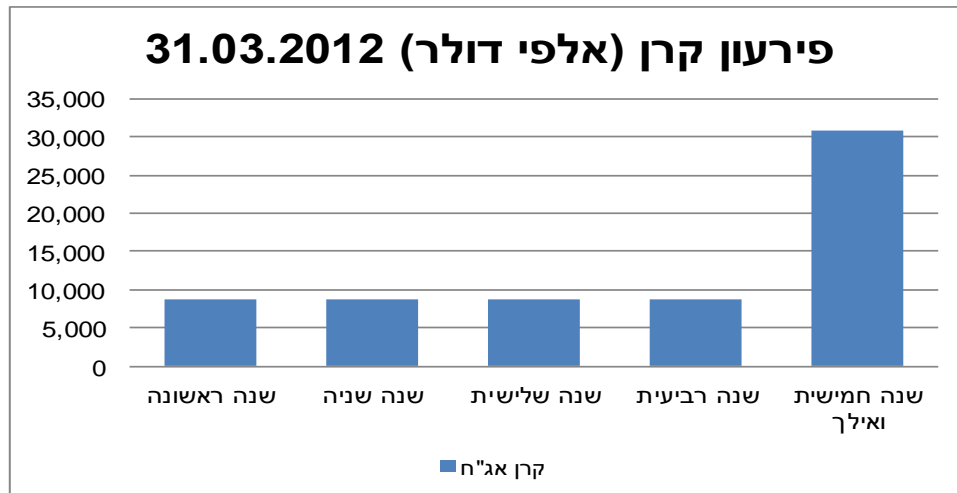
לחברה גמישות פיננסית טובה. שיעור ה- LTV הממוצע על נכסים משועבדים של החברה עומד על כ- 49% וכן לחברה מספר נכסים חופשיים משעבוד כך שלהערכת מידרוג, לחברה גמישות פיננסית סבירה ויכולת לגייס מימון נוסף בעת הצורך. לוח הסילוקין של החברה פרוס בצורה נוחה כאשר עליה לפרוע קרן אג"ח של כ- 9 מיליון דולר בשנה עד לשנת 2017, אשר רק לאחריה יגדל סכום הפירעון משמעותית. גם פירעון חובותיה הבנקאיים של החברה פרוס לאורך תקופה ארוכה, כאשר רק ב- 2014 ישנו פירעון משמעותי של כ- 4 מיליון דולר ארה"ב.

מאידך, החברה לא הפעילה מכשירי גידור בגין אגרות החוב השקליות שלה, הצמודות למדד המחירים לצרכן בישראל, ועומדות כנגד פעילות החברה והתזרימים הנובעים מנכסיה, הנקובים בדולר ארה"ב. הפרשי תרגום והצמדה אלו חושפים את החברה לסיכוני מט"ח ועלולים לפגוע ביחסי כיסוי החוב שלה.

יחסים פיננסיים נבחרים לתאריך 31.03.2012 (אלפי \$)

31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.03.2011	31.12.2011	31.03.2012	נתוני 31.03.2012 לאחר איחוד יחסי	אלפי דולרים
13,805	17,914	22,172	5,554	22,412	5,486	*34,783	הכנסות מהשכרת וניהול נכסים
8,288	11,183	12,533	3,270	12,347	3,180	*20,187	רווח גולמי
-28,825	11,051	15,896	0	7,897	0		עליית ערך נדל"ן להשקעה
-33,545	12,233	16,318	-1,155	16,735	-505	-505	רווח (הפסד) לאחר מיסים על ההכנסה
23,919	20,891	42,155	23,877	17,139	10,512	10,512	יתרות מזילות
86,035	113,215	135,678	131,553	142,853	137,641	209,261	חוב פיננסי
62,116	92,325	93,524	107,676	125,714	127,130	198,749	חוב פיננסי נטו
187,756	232,783	262,646	257,334	296,555	291,433	363,052	CAP
163,836	211,892	220,491	233,457	279,416	280,921	352,541	CAP נטו
99,713	117,591	124,939	123,751	151,674	151,647	151,647	הון עצמי וזכויות מיעוט
189,571	238,438	266,721	261,404	300,732	296,433	428,697	סך מאזן
53%	49%	47%	47%	50%	51%		הון עצמי וזכויות מיעוט למאזן
46%	49%	52%	51%	48%	47%	58%	חוב ל - CAP
38%	44%	42%	46%	45%	45%	56%	חוב נטו ל - CAP נטו
1,024	4,053	3,004	494	1,036	591	*4,163	FFO לתקופה
84	28	45	67	138	58	* 50	חוב ל - FFO
61	23	31	54	121	54	* 48	חוב נטו ל - FFO נטו

* בגילום שנתי



לפי יחס המרה של 4 ₪ לדולר ארה"ב

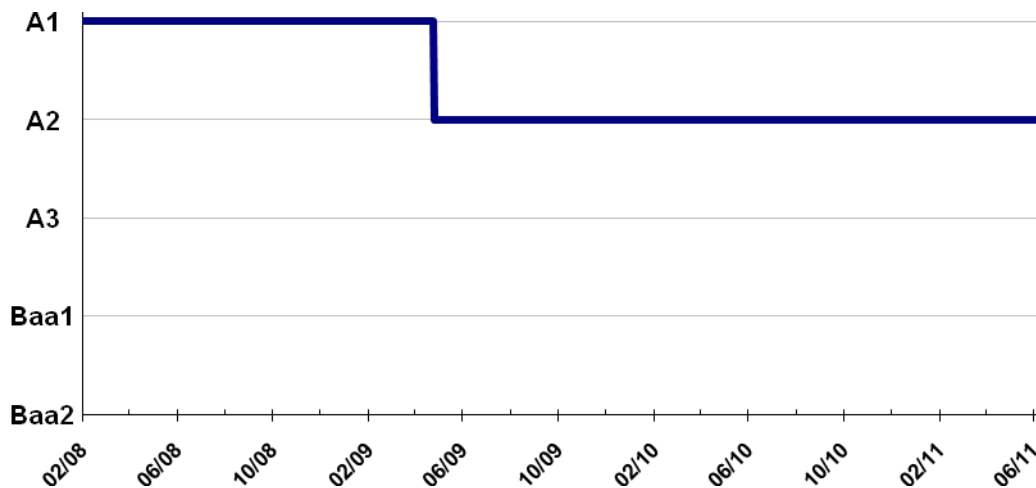
אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג או את אופק הדירוג

- שיפור פרמננטי ביחסי הכיסוי והיקף התזרים הפרמננטי
- הרחבה ופיזור משמעותיים של תיק הנכסים המניבים, תוך שמירה על האיתנות הפיננסית
- השכרת השטחים הריקים בנכסיה הקיימים של החברה

גורמים העלולים לפגוע בדירוג

- אי התייצבות יחסי הכיסוי (חוב פיננסי נטו ל- FFO) ברמה התואמת את דירוג החברה, העומדת, להערכת מידרוג, על עד 25 שנה
- אי ביצוע גידור
- הרעה ביחסי האיתנות הפיננסית, כך שיחס החוב ל- CAP (ברוטו), יעלה מעבר לשיעור של כ- 65%
- פגיעה חמורה בנזילות החברה ובנגישותה למקורות מימון, לרבות בגין חלוקת דיבידנד
- שינויים מהותיים בבעלי מניות החברה ובמבנה השליטה בחברה ובפרט - יציאתו של מר לסר ממעורבות בפעילותה



אודות החברה

חברת דה לסר גרופ לימיטד (להלן: "החברה") הוקמה ונתאגדה בתאריך 24.8.2007, כחברה פרטית מוגבלת במניות. החברה הוקמה לצורך גיוס הון או אג"ח, בבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ, למטרת השקעה בנדל"ן בארה"ב. בעל השליטה בחברה, מר אברהם לסר, מחזיק ב- 100% מההון המונפק והנפרע של החברה. החברה עוסקת ברכישה, פיתוח, השבחה והשכרה של נכסים מניבים בתחום המסחר, משרדים ומוסדות ציבור. החברה מחזיקה, באמצעות תאגידים מוחזקים אמריקאיים ב- 18 נכסים מניבים בברוקלין (ניו יורק), נכס בברונקס (ניו יורק) ונכס במנהטן (ניו יורק). כמו כן לחברה נכס מניב בקונטיקט, נכס ב- up state ניו יורק ונכס בלונג איילנד. סה"כ שטח נכסי החברה עומד על כ- 1,769 אלף רגל רבוע (חלק חברה במאחד בתוספת איחוד יחסי של חברות כלולות וחברות בשליטה משותפת).

מחקרים מתודולוגיים

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

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

[דוח דירוג קודם - פעולת דירוג](#), מאי 2011

המחקרים מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

תאריך דוח: 16 באוגוסט, 2012

רשימת 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 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 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.

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2012.

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 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 צריכה 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 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.

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.