



The Leser Group Ltd.

פעולת דירוג - מאי 2011

1

מחבר:

שי פיילר - אנליסט
shayF@midroog.co.il

אנשי קשר:

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

אביטל בר-דיין, סמנכ"ל בכירה
bardayan@midroog.co.il



The Leser Group Ltd.

| | | |
|------------------|----|--------------------|
| אופק דירוג: יציב | A2 | דירוג סדרה (Issue) |
|------------------|----|--------------------|

מידרוג מודיעה על מתן אישור מחדש של דירוג A2 ושינוי אופק הדירוג משלילי ליציב, לסדרות המונפקות של חברת The Leser Group Ltd. (להלן: "דה לסר", "החברה"), כן מאשרת מידרוג דירוג זהה להרחבת סדרת אג"ח ב/ בהיקף של עד כ- 55 מיליון ₪ (עג. בצירוף הצמדה). תמורת ההנפקה מיועדת למימון פעילותה השוטפת, בהתאם למתווה פעילותה הנוכחי.

החברה מתחייבת לגדר כנגד הפרשי שער חליפין (שקל-דולר) לפחות 50% מאג"ח סדרה ב'.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 22.05.2011. 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 דו"ח הדירוג.

פירוט סדרות האג"ח במחזור:

| שנות פירעון קרן | יתרה בספרים ליום 31.12.2010 (א' דולר ארה"ב) | הצמדה | ריבית שנתית נקובה | מועד הנפקה | ני"ע | סדרה |
|-----------------|---|-------|-------------------|------------|---------|------|
| 2010-2016 | 33,812 | דולר | 7.3% | מרץ 2008 | 1109636 | א' |
| 2012-2019 | 37,617 | 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.

גורמי מפתח של הדירוג:

דירוג סדרות האג"ח נתמך בתמהיל השוכרים בנכסי החברה ומאפייני הנכסים. תמהיל השוכרים כולל בעיקר שוכרים בעלי איתנות פיננסית גבוהה, בהם הממשל הפדראלי של ארה"ב, מדינת ניו יורק ועיריית ניו יורק ומאופיין בחוזים ארוכי טווח, אשר יש בהם כדי להקנות יציבות לחלק משמעותי מהכנסות החברה; נכסי החברה הינם בסיסיים וחלקם משמשים למתן שירותי קהילה חיוניים ומאופיינים ביציבות שוכרים לטווח ארוך; לחברה גמישות פיננסית המתבטאת ברמת מינוף נמוכה על נכסיה ויתרת נזילות כנגד לוח סילוקין נוח והיקף אמורטיזציה נמוך, בהתחשב במיחזור הלוואות ספציפיות על נכסים. רמת הדירוג של החברה אף מתחשבת ביחסי איתנות טובים יחסית. מנגד, דירוג הסדרות מושפע לשלילה, בשל ההיקף המצומצם יחסית של התיק המניב והתזרים שהוא מייצר. יחסי הכיסוי התזרימיים חשופים לתנודתיות, זאת בשל תיק נכסים מצומצם יחסית, בעל רגישות לשינויים בשיעור התפוסה, בשכ"ד ועלייה בהוצאות תפעוליות.

הצבת אופק הדירוג היציב נובעת בשל שמירה על יציבות פעילות הליבה של החברה ורמת הכנסות הנכסים, לרבות הצלחת החברה למחזר הלוואה על נכס מונטיגיו 95, אשר היה חשש לגבי יכולת החברה למחזרו במלואו.

כמו-כן, החברה הינה בתהליך של צמיחה, באמצעות רכישת נכסים, במטרה להגדיל את פיזור נכסיה וכן את היקף התזרים שהיא מייצרת.

| IFRS 31.12.2008 | IFRS 31.12.2009 | IFRS *30.09.2010 | IFRS 31.12.2010 | נתונים פיננסיים עיקריים - א'דולר ארה"ב |
|--------------------|--------------------|---------------------|--------------------|---|
| 13,805 | 17,914 | 15,524 | 22,172 | הכנסות |
| 7,430 | 10,619 | 7,518 | 11,447 | רווח תפעולי |
| -28,825 | 11,051 | 0 | 15,896 | שערך נכסים |
| 5,381 | 7,531 | 7,138 | 9,811 | הוצאות מימון |
| -25,650 | 12,309 | 1,085 | 16,457 | רווח לפני מס |
| 3,175 | 1,257 | 1,085 | 561 | רווח לפני מס בניכוי שערורים |
| -33,545 | 12,233 | 1,055 | 16,318 | רווח נקי |
| 1,141 | 5,633 | -6,705 | -1,188 | תזרים מפעילות שוטפת |
| 56% | 62% | 53% | 57% | שיעור רווח גולמי |
| 54% | 59% | 48% | 52% | שיעור רווח תפעולי |
| 113,486 | 141,215 | 152,614 | 166,751 | חוב פיננסי |
| 39,615 | 20,891 | 27,451 | 42,155 | יתרות נזילות |
| 73,872 | 120,325 | 125,163 | 121,524 | חוב פיננסי נטו |
| 165,873 | 225,535 | 226,641 | 226,536 | נדל"ן להשקעה |
| 99,713 | 117,591 | 118,546 | 124,939 | הון עצמי וזכויות מיעוט |
| 217,022 | 266,438 | 277,103 | 294,721 | סך מאזן |
| 215,207 | 260,783 | 273,084 | 290,646 | CAP |
| 45.9% | 44.1% | 42.8% | 42.4% | הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן |
| 52.7% | 54.2% | 55.9% | 56.3% | חוב ל - CAP |
| 42.1% | 50.2% | 51.0% | 48.9% | חוב נטו ל-CAP נטו |
| 1,854 | 4,883 | 1,568 | 3,749 | FFO |
| 61.2 | 28.9 | 73.0 | 43.7 | חוב פיננסי ל-FFO (בגילום שנתי) |
| 39.8 | 24.6 | 59.9 | 32.4 | חוב פיננסי נטו ל-FFO (בגילום שנתי) |
| 1.5 | 1.4 | 1.1 | 1.2 | EBITDA להוצאות מימון |

* דוחות 30.09.2010 - הינם דוחות השוואה על בסיסם בוצעה פעולת דירוג קודמת.

הנתונים הפיננסיים כוללים איחוד יחסי של הנכס ברחוב Livingston 111 - היקף FFO ליוינגסטון כ- 850 א' דולר לשנה. גיוס חוב נטו, הינו לאחר הפחתת תשלום קרן אג"ח של כ- 5.5 מיליון דולר בחודש מרץ 2011.

יציבות בפעילות נכסי החברה

נכסי החברה מציגים יציבות, הן ברמת שיעור התפוסה והן בהיקף תזרים ה- NOI אותו הם מייצרים. החברה מציגה שיעורי תפוסה טובים, מעל 90% בממוצע, כאשר במהלך השנה חלה עלייה בשיעור התפוסה הממוצע, בעיקר בשל אכלוס ויקטורי והשכרת שטחים נוספים במונטגיטו 95.

יחד עם זאת, לאור האיכלוס בשלבים של נכס ויקטורי במהלך שנת 2009 (אשר הינו מהותי במאזן החברה), ספגה החברה עליה בהוצאות התפעוליות, בגין עלות השטחים שטרם אוכלסו. חישוב נתוני הרבעון הרביעי לשנת 2010, בגילום שנתי, מציב את יחסי הכיסוי (חוב פיננסי נטו ל- FFO), הכוללים את איחוד ליוינגסטון, על כ- 26, וזאת - ללא רכישת נכסים חדשים.

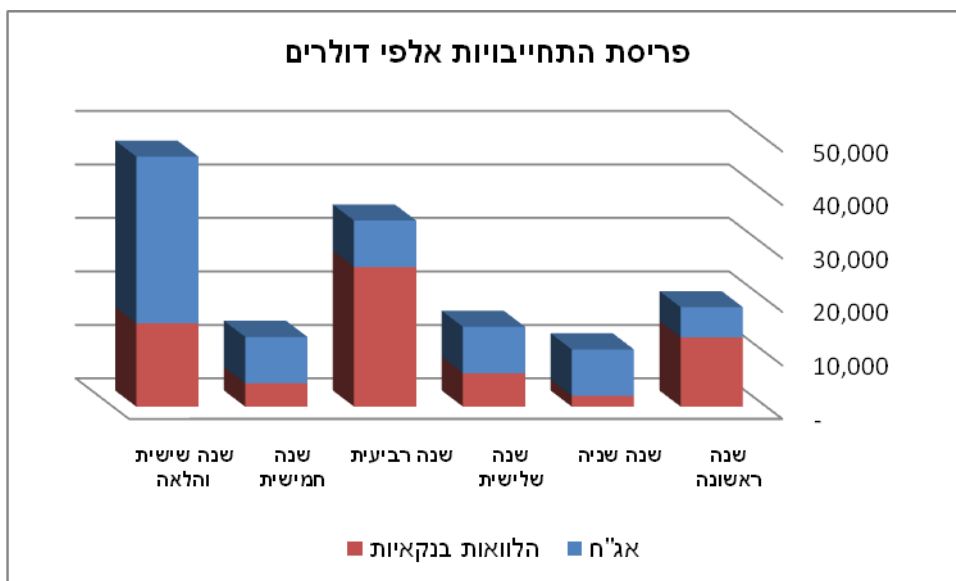
יחסי האיתנות של החברה צפויים להישחק כתוצאה מביצוע עסקאות חדשות וגיוס סדרת האג"ח החדשה, אולם, עדיין יהיו, בבסיס רמת דירוג החברה.

החברה הינה בתהליכי התפתחות וגידול מצבת נכסיה

החברה רכשה מספר נכסים במהלך הרבעון הראשון לשנת 2011, כאשר הינה בתהליכי מו"מ לרכישת נכסים נוספים, אשר הינם בהיקף משמעותי יותר. יצויין, כי חלק מהעסקאות אותן מבצעת החברה, על אף שהינן עסקאות בהן השכירות חתומה מראש, אינן נושאות תזרים מידי, בשל הצורך בשיפוץ הנכסים ואיכלוסם. בשל האמור, לעיתים קיימים פערי עיתוי תזרימיים, המשפיעים על יחסי הכיסוי של החברה. מידרוג רואה באופן חיובי את צעדי החברה להתרחבות, תוך שמירה על הפרמטרים הפיננסיים של החברה ורכישת נכסים בעלי פרמטרים פיננסיים דומים לנכסיה כיום.

שיעור LTV נמוך על מרבית נכסי החברה ויתרת מזומנים סבירה כנגד לוח הסילוקין

החל ממרץ 2010 החלה החברה בפירעון סדרת אג"ח א', אשר נפרעת בשבעה תשלומים שווים, אג"ח סדרה ב' צפוי להתחיל להיפרע במהלך שנת 2012. החלות הבנקאית השוטפת במהלך השנה הקרובה, נובעת בעיקר מההלוואה בגין מונטיג'ו 95 (כ- 11 מיליון דולר ארה"ב, אשר מועד תום ההלוואה הוארך בשלוש שנים). יתרת ההלוואות הינן ארוכות טווח והיקף אמורטיזציה נמוך, כאשר כנגדן משועבדים נכסים. ממוצע שיעור ההלוואה על נכסי החברה הינו כ- 40% (לא כולל ליוינגסטון - חוב בחברה כלולה). לחברה תיוותר יתרת מזומנים פנויה, בהיקף של כ- 30 מיליון דולר ארה"ב, אשר יש בה כדי לשרת את עומס הפירעונות בזמן הקצר וכן לביצוע השקעות חדשות.



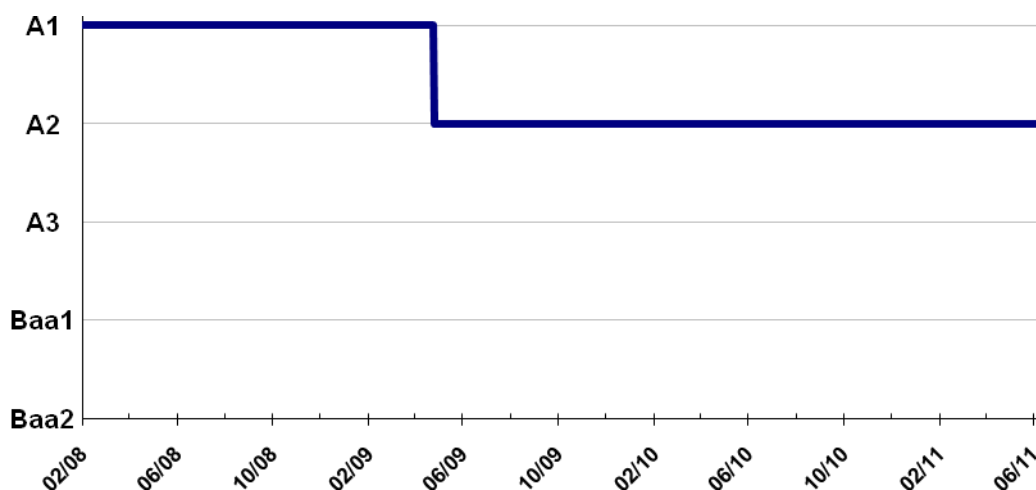
גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג או את אופק הדירוג

- 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 או אופק הדירוג

- אי התייצבות יחסי הכיסוי (חוב פיננסי נטו ל- FFO) ברמה התואמת את דירוג החברה, העומדת, להערכת מידרוג, על מתחת ל- 20 וזאת - בהתחשב בהיקף תיק נכסים מצומצם
- 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

היסטוריית דירוג





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 מחזיקה, באמצעות תאגידים מוחזקים אמריקאיים, ב- 20 נכסים מניבים, בשטח בנוי של למעלה מ- 100 אלף מ"ר. נכסים אלו מרוכזים בניו יורק, ומרביתם ממוקמים ברובע ברוקלין, ניו יורק ונכס מניב נוסף ממוקם ברובע ברונקס בניו יורק.

מחקרים מתודולוגיים

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

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

המחקרים מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

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 ושווי 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, מהאיכות 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 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 למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2011.

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 בייעוץ 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.