



# The Leser Group Ltd.

פעולת דירוג - מרץ 2010

1

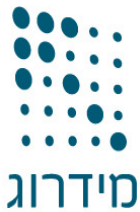
אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד (חשבונאי) ראש צוות

[rang@midroog.co.il](mailto:rang@midroog.co.il)

אביטל בר-דיין, סמנכ"ל בכירה - ראש תחום מימון תאגידים ומוסדות פיננסיים

[bardayan@midroog.co.il](mailto:bardayan@midroog.co.il)



## The Leser Group Ltd.

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

מידרוג מודיעה על מתן דירוג A2 באופק שלילי להנפקת סדרת אג"ח חדשה שתנפיק חברת The Leser Group Ltd. (להלן: "דה לסר", "החברה"), בהיקף של עד 35 מיליון דולר ארה"ב. קרן הסדרה תעמוד לפירעון החל משנת 2012, בחמישה תשלומים ראשונים של 8% מהקרן ושלושה תשלומים אחרונים של 20% מהקרן. הדירוג חל אף על יתר סדרות האג"ח במחזור. תמורת ההנפקה מיועדת למימון פעילות החברה לפי החלטותיה, מעת לעת, בהתאם למתווה פעילותה הנוכחי.

**דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 10.3.2010. 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 סדרת האג"ח במחזור:

סדרה	ני"ע	מועד הנפקה	ריבית שנתית נקובה	הצמדה	יתרה בספרים ליום 30.09.2009 (אלפי ₪)	שנות פירעון קרן
א'	1109636	מרץ 2008	7.3%	דולר	137,114	2010-2016

2

### סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

דירוג סדרות האג"ח נתמך בתמהיל השוכרים בנכסי החברה ומאפייני הנכסים. תמהיל השוכרים כולל בעיקר שוכרים בעלי איתנות פיננסית גבוהה, בהם הממשל הפדרלי 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 ויתרת נזילות כנגד לוח סילוקין נוח והיקף אמורטיזציה נמוך, בהתחשב במיחזור הלוואות ספציפיות על נכסים; החברה השלימה את רכישת מתחם בית החולים Victory אשר הושכר ברובו לתקופה ארוכה והתחיל להניב הכנסות לחברה. רמת הדירוג של החברה אף מתחשבת ביחסי איתנות טובים יחסית. מנגד, דירוג הסדרות מושפע לשלילה לאור ההיקף המצומצם יחסית של התיק המניב והתזרים שהוא מייצר.

יחסי הכיסוי התזרימיים של החברה השתפרו במהלך התקופה וצפויים להשתפר, בין היתר, לאור תחילת הנבת בית חולים Victory. עם זאת, הינם חשופים לתנודתיות, זאת בשל תיק נכסים מצומצם יחסית, בעל רגישות לשינויים בשיעור התפוסה בשכ"ד וכדומה.

המשך הצבת האופק השלילי משקף את האתגרים העומדים בפני החברה במהלך שנת 2010, הכוללים השלמת איכלוס נכסים, חידוש שכירויות והשקעות שידרשו בנכסים לשם הכשרתם לשכירויות. כן עומדים בפני החברה אתגרים מימוניים, המתבטאים ביכולת מיחזור הלוואות על חלק מנכסיה.

IFRS 31.12.2008	IFRS 31.03.2009	IFRS 30.09.2009	30,000 תוספת חוב**	נתונים פיננסיים עיקריים (אלפי דולר ארה"ב)*
13,805	3,602	12,063		הכנסות (כולל דמי ניהול)
7,430	2,001	6,769		רווח תפעולי
-33,545	567	11,885		רווח נקי
1,141	471	4,993		תזרים מפעילות שוטפת
56%	59%	59%		שיעור רווח גולמי
54%	56%	56%		שיעור רווח תפעולי
113,486	113,490	140,953	170,953	חוב פיננסי
39,615	33,909	28,224		יתרות נזילות
73,872	79,580	112,730		חוב פיננסי נטו
165,873	167,773	225,800		נדל"ן להשקעה
99,713	99,484	117,289	117,289	הון עצמי וזכויות מיעוט
217,022	216,027	265,155	295,155	סך מאזן
215,207	214,981	260,219	290,219	CAP
45.9%	46.1%	44.2%	39.7%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן חשבונאי
52.7%	52.8%	54.2%	58.9%	חוב ל - CAP
42.1%	43.9%	48.6%		חוב נטו ל-CAP נטו
3,893	474	2,943		FFO
29.1	59.8	35.9		חוב פיננסי ל-FFO (בגילום שנתי)
19.0	42.0	28.7		חוב פיננסי נטו ל-FFO (בגילום שנתי)
1.4	1.2	1.4		EBITDA להוצאות מימון

\* הנתונים הפיננסיים כוללים איחוד יחסי של הנכס ברוחב Livingston 111 - ללא יתרות המזומנים בהיקף של כ- 1.5 מיליון דולר.

\*\* תוספת החוב התחשבה בפירעון של כ- 5 מיליון דולר ארה"ב בגין תשלום ראשון של אג"ח א', שהתקיים בתחילת חודש מרץ 2010.

### פירוט גורמי מפתח בדירוג

#### שיפור בהכנסות מדמי שכירות מנכסי הבסיס

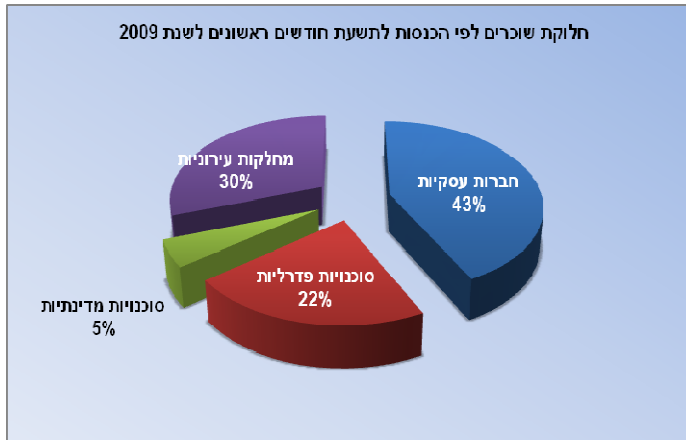
נכון ל- 30.09.2009 חל גידול בהיקף שכר הדירה מנכסי הבסיס של החברה אשר אינם כוללים את ליווינגסטון (שיעור החזקה 35%, המוצג כחברה כלולה) וויקטורי (שנרכש במהלך הרבעון השלישי לשנת 2009). בעיקר בשל עליית שכר דירה ועלייה בתפוסה בחלק מנכסי החברה. שיעור התפוסה הממוצע עמד על כ- 93%.

להלן טבלה המפרטת את הכנסות החברה מדמי שכירות (לא כולל את הכנסות ויקטורי וליווינגסטון):

31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	30.09.2008	30.09.2009	גילום שנתי	אלפי \$
14,611	13,929	13,486	10,236	11,173	14,897	הכנסות
9,152	9,197	8,050	6,126	6,579	8,772	רווח תפעולי
62.6%	66.0%	59.7%	59.8%	58.9%	58.9%	רווח תפעולי %

שכר הדירה לשנת 2010 צפוי להשתפר לאור תחילת הנבה של ויקטורי והעלייה הצפויה בשכר דירה בעיקר בנכס Clinton.

**תמהיל שוכרים שרובם בעלי יציבות גבוהה**



נכון ליום 30.09.2009, כ- 57% מתמהיל השוכרים מורכב מסוכנויות פדרליות, מדינתיות ומחלקות עירוניות, (להלן: "מוסדות ציבוריים"). תמהיל שוכרים זה מקנה לחברה יציבות יחסית ביכולת גביית תזרימי שכר הדירה. הנכס ויקטורי, אשר החל להניב רק מחודש ספטמבר 2009, צפוי להגדיל את חלק שכר הדירה ממוסדות ציבוריים.

יציבות נוספת בהכנסות החברה נשענת על חוזי שכירות ארוכי טווח. כך למעלה מ- 60% מחוזי השכירות הקיימים של החברה הינם מעבר לחמש שנים.

**יחסי כיסוי ואיתנות נאותים לדירוג בהתחשב בהכנסות צפויות מנכסים חדשים וחידוש חוזים בנכסים קיימים, עם זאת, יחסי הכיסוי חשופים לתנדטיות**

נכון ליום 30.09.2009 השתפרו יחסי הכיסוי של החברה ועומדים (בגילום שנתי) על יחס חוב פיננסי נטו ל- FFO של כ- 28.7. יחס זה צפוי להשתפר ולהגיע לרמה של כ- 16, בהתחשב בהגבה מלאה של ויקטורי ועלייה בשכ"ד של נכס Clinton, והינו טוב לרמת הדירוג של החברה.

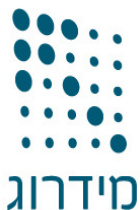
יחד עם זאת, יחס כיסוי זה חשוף לתנדטיות, בשל היקף ה- FFO הנמוך יחסית הנובע מפורטפוליו הנכסים, כך שכל שינוי לרעה במצב הנכסים עלול להשפיע על יחס זה. עליית הוצאות המימון בגין גיוס סדרת האג"ח החדשה עלולה אף היא לגרום מיחסי הכיסוי של החברה זאת, עד אשר החברה תבצע השקעות בנכסים חדשים אשר יניבו לה תזרים.

יחסי האיתנות של החברה הינם טובים לדירוגה, גם לאחר גיוס סדרת האג"ח החדשה.

**במהלך התקופה הקרובה לחברה מספר אתגרים הכוללים השכרת השטחים הפנויים בנכסים עיקריים וכן חידוש שכירות**

לחברה נכס משמעותי - 95 מונטיגיו, (שווי המוערך כ- 28 מיליון דולר ארה"ב, בהתחשב בשיעור התפוסה הנוכחי) אשר במהלך השנתיים האחרונות סובל מתפוסה נמוכה יחסית, העומדת על כ- 68%. על הנכס קיימת הלואה בהיקף של כ- 11.2 מיליון דולר ארה"ב אשר היתה אמורה להיפרע בתום שנת 2009 וכרגע בתהליכי מו"מ להארכה. החברה נמצאת במו"מ עם מספר שוכרים קיימים בנכס, המעוניינים להרחיב את היקף השטח המושכר על ידם בנכס. מו"מ אלה צפויים להסתיים בתקופה הקרובה, כך עד מחצית שנת 2010.

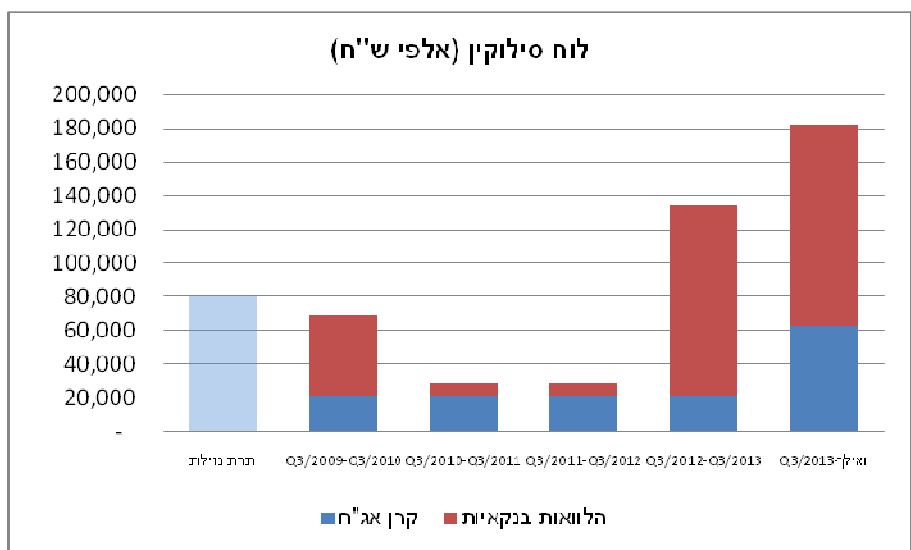
היקף דמי השכירות בויקטורי מניב תזרים חיובי לחברה, אולם עדיין על החברה להתמודד עם השכרת השטחים הפנויים בנכס (למעלה מ- 30%). אשר יתכן ויצרכו מידי החברה השקעת כספים לצורך הכשרת הנכס לשכירות מתאימה.



חשיפה נוספת שקיימת לחברה הינה הלוואה הקיימת על נכס ליווינגסטון (35% החזקת החברה), אשר לאחר ירידת שווי הנכס, עומדת יתרת הלוואה קרוב לשוויו (כ- 81 מיליון דולר ארה"ב). אף שמועד תום תוקף הלוואה הינו רק בשנת 2017, מידרוג סבורה, כי קיימת חשיפה לחברה במקרה בו המוסד המממן ידרוש הזרמת כספים, לצורך הקטנת שיעור הלוואה על שווי הנכס.

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

החל ממרץ 2010 צפויה החברה להתחיל בפירעון סדרת האג"ח, בשבעה תשלומים שווים. למעט הלוואה בגין מונטיג'ו, הלוואות ארוכות טווח והיקף אמורטיזציה נמוך, אשר כנגדן משועבדים נכסים. שיעור הלוואה על מרבית נכסי החברה הינו נמוך מ- 50%. לחברה יתרת מזומנים משוחררת, בהיקף של כ- 21 מיליון דולר ארה"ב, אשר יש בה כדי לשרת את עומס הפירעונות בזמן הקצר- בינוני, בהנחה של מיחזור החוב הקיים על מונטיג'ו.



## אופק הדירוג

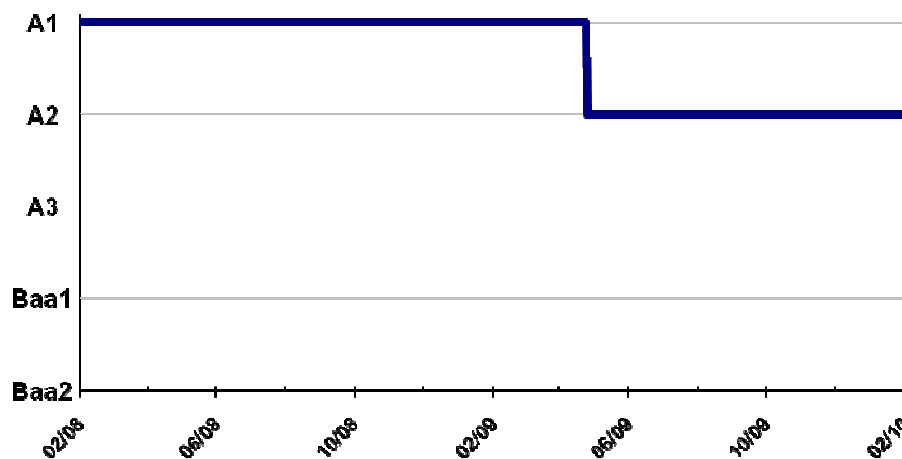
### גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג או את אופק הדירוג

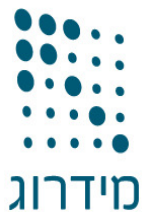
- שיפור פרמננטי ביחסי הכיסוי והיקף התזרים הפרמננטי
- הרחבה ופיזור משמעותיים של תיק הנכסים המניבים, תוך שמירה על האיתנות הפיננסית
- השקרת השטחים הריקים בנכסיה הקיימים של החברה

### גורמים העלולים לפגוע בדירוג

- חוסר עמידה בתחזית לאכלוס שטחים פנויים וחידוש חוזים העתידים לפוג בטווח הקצר
- הרעה בתנאי ההלוואות, כגון אי חידוש הלוואה בגין נכסים ספציפיים ותמיכה מימונית לצורך חידוש ההלוואות
- 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- 17 נכסים מניבים, בשטח בנוי של כ- 80 אלף מ"ר. 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.

## 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 בציוד, 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**

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

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") 2010.

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](http://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 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. דירוגי 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.