



The Leser Group Ltd.

פעולת דירוג - נובמבר 2010

1

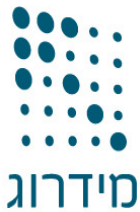
אנשי קשר:

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

מידרוג מודיעה על מתן אישור מחדש של דירוג A2 באופק שלילי לסדרות המונפקות של חברת The Leser Group Ltd. (להלן: "דה לסר", "החברה"), כן מאשרת מידרוג דירוג זה להרחבת סדרת אג"ב, בהיקף של עד כ- 17 מיליון דולר ארה"ב, המהווה השלמת הגיוס, בהתאם לאישור שניתן על ידי מידרוג במסגרת פעולת הדירוג מחדש מרץ 2010. תמורת ההנפקה מיועדת למימון פעילותה השוטפת, בהתאם למתווה פעילותה הנוכחי.

פירוט סדרות האג"ב במחזור:

שנות פירעון קרן	יתרה בספרים ליום 30.09.2010 (א' דולר ארה"ב)	הצמדה	ריבית שנתית נקובה	מועד הנפקה	ני"ע	סדרה
2010-2016	33,417	דולר	7.3%	מרץ 2008	1109636	א'
2012-2019	18,835	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.

בחודש מרץ 2010 אישרה מידרוג דירוג A2 באופק שלילי להנפקת סדרה חדשה ב' בהיקף של עד 35 מיליון דולר ארה"ב. בחודש מרץ הנפיקה החברה כ- 18 מיליון דולר ארה"ב, מתוך סכום הגיוס אשר לגביו ניתן האישור. הרחבת הסדרה מהווה את יתרת סכום הגיוס אשר אושר במסגרת פעולת הדירוג מחדש מרץ 2010.

החברה מתחייבת לצמצם את החשיפה המטבעית ולגדר כנגד הפרשי שער חליפין (שקל-דולר) לפחות 50% מאג"ב סדרה ב'.

גורמי מפתח של הדירוג:

דירוג סדרות האג"ב 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 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 חשופים לתנודתיות, זאת בשל תיק נכסים מצומצם יחסית, בעל רגישות לשינויים בשיעור התפוסה, בשכ"ד ועלייה בהוצאות תפעוליות.

המשך הצבת האופק השלילי משקף את ההרעה שחלה ביחסי הכיסוי של החברה במהלך התקופה, הנובעת בעיקר, מעליית ההוצאות התפעוליות של החברה, לאור אכלוס בשלבים של נכס ויקטורי. כן עומדים בפני החברה אתגרים מימוניים, המתבטאים ביכולת מחזור הלוואות על חלק מנכסיה.



להרחבה של שיקולי הדירוג הננו להפנות לדו"ח פעולת הדירוג מחודש מרץ 2010 אשר מפורסם באתר חברת מידרוג בע"מ.

IFRS 31.12.2008	IFRS 30.09.2009	IFRS 31.12.2009	IFRS 30.09.2010	תוספת חוב 17,000	נתונים פיננסיים עיקריים - א' דולר ארה"ב
13,805	12,063	17,914	15,524		הכנסות
7,430	6,769	10,619	7,518		רווח תפעולי
-28,825	11,360	11,051	-		שערוך נכסים
5,381	4,724	7,530	7,138		הוצאות מימון
-25,650	14,276	12,309	1,085		רווח לפני מס
3,175	2,916	1,257	1,085		רווח לפני מס בניכוי שערוכים
-33,545	11,885	12,233	1,055		רווח נקי
56%	59%	59%	53%		שיעור רווח גולמי
54%	56%	56%	48%		שיעור רווח תפעולי
113,486	140,953	141,215	152,614	169,614	חוב פיננסי
39,615	28,224	26,499	28,294		יתרות נזילות
73,872	112,730	114,716	124,320		חוב פיננסי נטו
165,873	225,800	225,535	226,641		נדל"ן להשקעה
99,713	117,289	117,591	118,546	118,546	הון עצמי וזכויות מיעוט
217,022	265,155	266,438	277,103	294,103	סך מאזן
215,207	260,219	260,783	273,084	290,084	CAP
45.9%	44.2%	44.1%	42.8%	40.3%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן
52.7%	54.2%	54.2%	55.9%	58.5%	חוב ל - CAP
42.1%	48.6%	49.0%	50.8%		חוב נטו ל-CAP, נטו
1,874	3,853	4,903	1,360		FFO
60.6	27.4	28.8	84.2		חוב פיננסי ל-FFO (בגילום שנת)
39.4	21.9	23.4	68.6		חוב פיננסי נטו ל-FFO (בגילום שנת)
1.4	1.4	1.4	1.1		EBITDA להוצאות מימון

* הנתונים הפיננסיים כוללים איחוד יחסי של הנכס ברחוב Livingston 111 - היקף FFO ליוניגסטון כ- 850 א' דולר לשנה.

הרעה ביחסי כיסוי בעיקר כתוצאה מאכלוס בשלבים של נכס ויקטורי

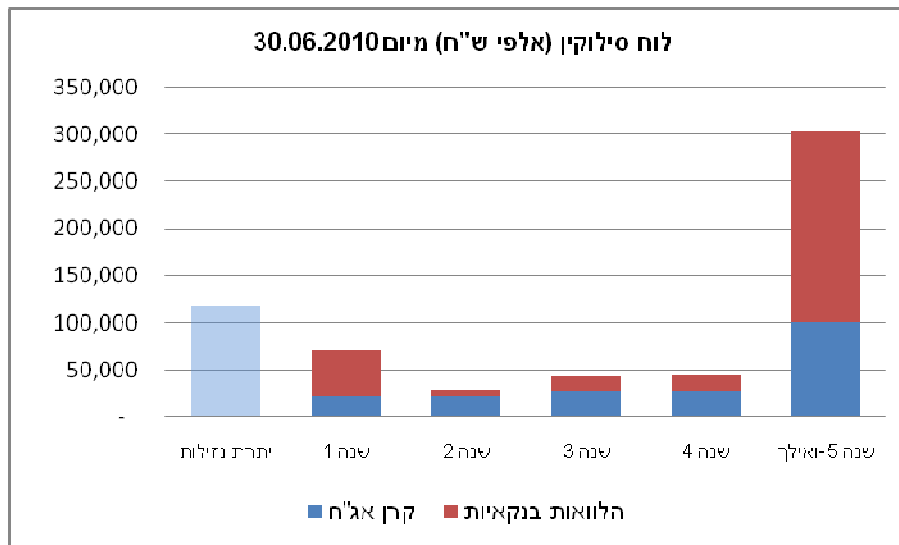
במהלך שלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2010, חלה עליה בהיקף שכ"ד, בהתייחס לתקופה המקבילה, אשתקד. עיקר העלייה נובע מתחילת הנבת נכס ויקטורי. יחד עם זאת, כתוצאה מאכלוס בשלבים של הנכס, ספגה החברה עליה בהוצאות התפעוליות בגין עלות השטחים שטרם אוכלסו. כיום מאוכלס הנכס בשיעור של כ- 87% ובהתאם לשטחים המאוכלסים, אמור להניב NOI שנתי בהיקף של כ- 3.4 מיליון דולר ארה"ב.

במהלך התקופה חל שיפור בשיעור התפוסה הממוצע של הנכסים, כולל ליוניגסטון, העומד כיום על כ- 94% לעומת כ- 92% ליום 30.09.2009. בנוסף לאכלוס ויקטורי, כאמור לעיל, נובע השיפור מהשכרת שטחים נוספים במונטגיניו (שיעור תפוסה של כ- 80% לעומת 68% במועד הדירוג האחרון). נדגיש כי, החברה מציגה הכנסות יציבות מנכסיה הותיקים (לא כולל ויקטורי). חישוב נתוני הרבעון השלישי בגילום שנתי, מציב את יחסי הכיסוי (חוב פיננסי נטו ל- FFO), הכוללים את איחוד ליוניגסטון, על כ- 23.

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

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 על ידי החברה לתחילת 2011, יתרת ההלוואות הינן ארוכות טווח והיקף אמורטיזציה נמוך, כאשר כנגדן משועבדים נכסים. ממוצע שיעור ההלוואה על נכסי החברה הינו כ- 40% (לא כולל ליווינגסטון - חוב בחברה כלולה). לחברה יתרת מזומנים פנויה, בהיקף של כ- 28 מיליון דולר ארה"ב, אשר יש בה כדי לשרת את עומס הפירעונות בזמן הקצר- בינוני, בהנחה של מחזור החוב הקיים על מונטיג'ו, אשר הינו בשיעור LTV של כ- 39% משווי הנכס.



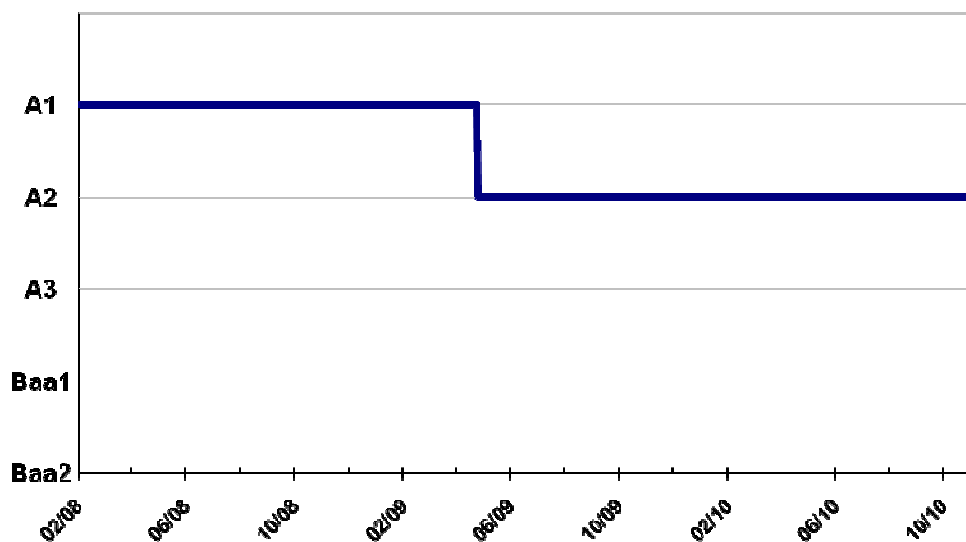
גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג או את אופק הדירוג

- 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

- 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- 17 נכסים מניבים, בשטח בנוי של כ- 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 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. 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. 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.