



# Lightstone Enterprises Limited

דוח דירוג ראשוני | נובמבר 2014

1

## מחברים:

גבריאל דרנוב- אנליסט

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

אנה אייזנברג - בן לולו, אנליסטית

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

אורן שרייבר, רו"ח, אנליסט

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

אילון גרפונקל, עו"ד- רו"ח - ראש צוות

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

## איש קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד- חשבונאי - סמנכ"ל (ראש תחום נדל"ן)

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



## Lightstone Enterprises Limited

אופק דירוג: יציב	A1	דירוג סדרה (Issue)
------------------	----	--------------------

מידרוג מודיעה על מתן דירוג A1 באופק יציב לסדרת אג"ח חדשה בסך של עד 600 מיליוני ₪ ע.ג. אותה תנפיק חברת Lightstone Enterprises Limited (להלן: "החברה"). תמורת ההנפקה תשמש, בין היתר, להשקעות ולהשלמת רכישת קרקע במנהטן וכן לפעילות השוטפת. בכוונת החברה לבצע גידור של תמורת ההנפקה השקלית אל מול השינוי בשער החליפין של השקל מול הדולר.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 12/11/2014. למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן, בהתאם למבנה ההנפקה, ככל שתבוצע. כמו-כן, הינו כפוף לאמור בתשקיף ההנפקה הידוע, נכון ליום פרסום הדוח, לפיו בעל השליטה התחייב להעביר לחברה את הזכויות בתאגיד LLC, כפי שמפורט בתשקיף.

### פרופיל החברה

החברה הוקמה בשנת 2014 כחברה פרטית המאגדת לפי דיני איי הבתולה הבריטיים (בהתאם לתשקיף ההנפקה, על החברה יחולו הוראות חוק ניירות ערך והתקנות מכוחו על חברות שהתאגדו מחוץ לישראל אך נסחרות בבורסה המקומית). בעל השליטה בחברה הינו מר דייוויד ליכטנשטיין-המחזיק יחד עם רעייתו שפרה ליכטנשטיין בכ-100% מהון המניות של החברה. בעלי המניות יעבירו לחברה עד השלמת ההנפקה את אחזקותיהם בתאגידים המחזיקים בנכסי נדל"ן, הכוללים, בין היתר, כ-7,921 יח"ד להשכרה ב-17 תיקי נכסים שונים הכוללים כ-535 בתי דירות ופזורים על פני 7 מדינות בארה"ב (להלן: "נכסי המולטיפמילי") וכן פורטפוליו של מרכזים מסחריים ובייחוד מרכזים מסחריים פתוחים (Premium Retail Outlet Shopping Centers) בשטח כולל של למעלה מכ-2.8 מיליוני ר"ר ב-17 נכסים על פני 9 מדינות בארה"ב (להלן: "נכסי הריטייל"). בהתאם להערכות שווי ליום 30.06.14 חלק החברה בשווי נכסי המולטיפמילי המניבים עומד על כ-520 מיליוני דולר בעוד שחלק החברה בשווי נכסי הריטייל המניבים עומד על כ-248 מיליוני דולר (כולל את חלק החברה בחברות המוצגות לפי שיטת השווי המאזני). לחברה גם החזקות בפרינקיטס הנמצאים בייזום בשווי של כ-162 מיליוני דולר. בנוסף, החברה מחזיקה בקרקעות במדינות אריזונה, נבדה וקליפורניה המיועדות לעליית ערך הונית (קרקעות אלו רשומות בדוחות הכספיים בשווי כולל של כ-90 מיליוני דולר).

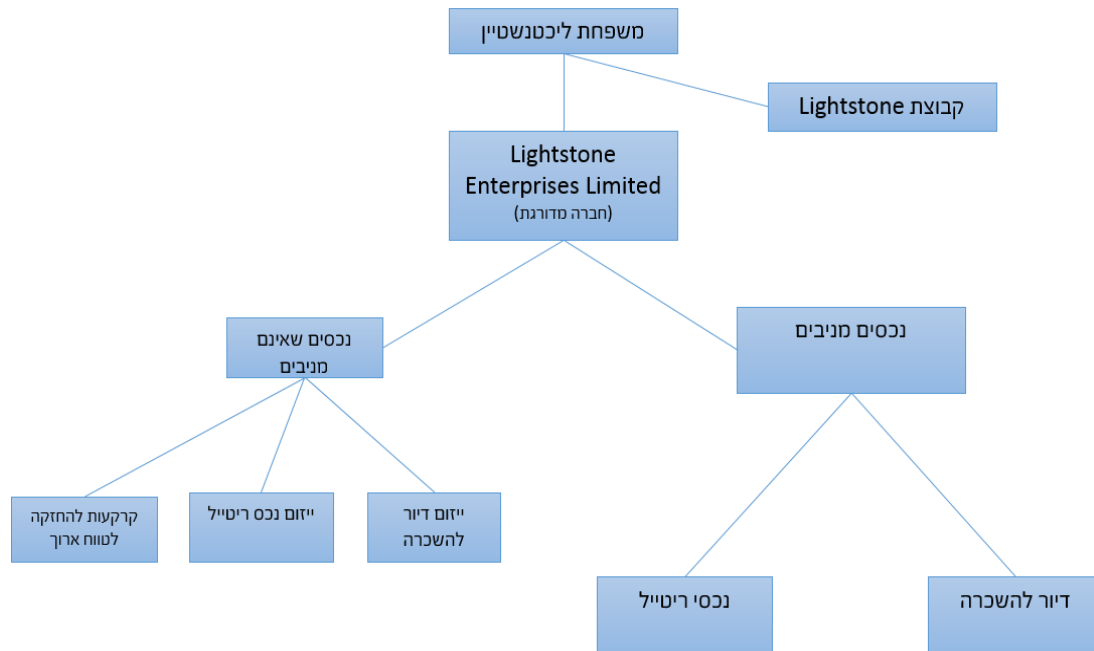
נכסי החברה הינם חלק מתיק הנכסים של בעלי השליטה (להלן: "קבוצת Lightstone" או "הקבוצה"), הכוללים כ-11 אלף יח"ד להשכרה, כ-9 מיליוני ר"ר להשכרה בתחום המשרדים, תעשייה ומסחר וכ-20 בתי מלון (שווי הכולל של התיק מוערך על ידי החברה בכ-2 מיליארד דולר). בנוסף, קבוצת Lightstone תספק את שירותי הניהול לחברה, כך שהוצאות אלו הכוללות את הוצאות תפעול ואחזקת הנכסים, מגולמת במסגרת ה-NOI המוצג בדוחות.

מערך הניהול מורכב מצוות נרחב הכולל את ההנהלה בכירה, מטה וכן צוותים מקומיים המסייעים בתפעול נכסי הנדל"ן באזורי הפעילות המרכזיים. להנהלה הבכירה, ותק וניסיון של עשרות שנים, המסייע בהתמודדות עם מחזורים עסקיים שונים. הקבוצה נוסדה בשנת 1988 ע"י מר ליכטנשטיין ומאז היווסדה ביצעה רכישה, תפעול, השבחה ובמקרים מסוימים מימוש מוצלח של נכסים-הבולט הינו מימוש פורטפוליו של מרכזים מסחריים בשנת 2010 תמורת כ-2.3 מיליארד דולר אשר נרכש בשנת 2003 תמורת כ-638 מיליוני דולר. בנוסף, הקבוצה הקימה ומנהלת 3 קרנות REIT ציבוריות, שאינן נסחרות, בעיקר בתחום המלונאות. נציין גם כי הקבוצה הייתה בעבר מעורבת בהעברת תיק נכסי מלונות לנושים לאחר שלא צלח הניסיון להגיע להסדר עימם (להלן: "Extended Stay", ראו בהמשך).

**Lightstone Enterprises Limited - נתונים פיננסיים עיקריים (פרפורמות) - דוח מאוחד (אלפי דולר)**

אלפי דולר ארה"ב	30.06.2014	31.12.13	30.06.2013	31.12.12	*31.12.2011
הכנסות מדמי שכירות	46,009	90,146	44,257	87,549	86,594
NOI	21,079	44,902	21,684	42,199	39,961
EBITDA ללא שערכים	20,600	44,012	21,255	41,511	38,693
שיעור EBITDA מההכנסות	45%	49%	48%	47%	45%
הכנסות מעליית ערך נדל"ן להשקעה	30,289	69,820	12,546	45,933	70,020
רווח בגין מוחזקות	56,028	16,906	17,079	-54	-82
רווח נקי	97,261	108,800	40,544	64,868	85,258
חוב פיננסי	443,084	387,244	377,776	381,086	385,164
יתרת נזילות	28,000	11,451	9,348	10,867	7,159
חוב פיננסי נטו	415,084	375,793	368,428	370,219	378,005
CAP	1,000,451	813,006	732,525	663,204	581,393
CAP נטו	972,451	801,555	723,177	652,337	574,233
סך מאזן	1,023,711	828,042	751,557	679,022	594,338
נדל"ן להשקעה כולל מוחזקות	976,418	802,116	726,823	650,412	569,670
הון עצמי וזכויות מיעוט	557,367	425,762	354,749	282,118	196,228
חוב ל-CAP	44%	48%	52%	57%	66%
חוב נטו ל-CAP נטו	43%	47%	51%	57%	66%
הון למאזן	54%	51%	47%	42%	33%
FFO	10,540	20,685	10,354	20,193	15,585
חוב ל-FFO	21	19	18	19	25
חוב נטו ל-FFO	20	18	18	18	24
EBITDA לתשלומי ריבית	1.8	1.8	1.8	1.8	1.5

\* נתונים מאזניים ליום 31.12.11 התקבלו מהחברה.



#### אסטרטגיה

**מיקוד בנכסים מניבים בתחום המולטיפמילי ובתחום המרכזים המסחריים הפתוחים; החשיפה לייזום מצטמצמת בשל אסטרטגית מימון סולידית**

החברה מתכוונת להמשיך ולהתמקד בתחום הדירור להשכרה ותחום המרכזים המסחריים הפתוחים להשכרה בארה"ב, תוך מתן דגש על המשך הגדלת הפיזור והתזרים הפרמננטי באופן המצמצם את החשיפה הנובעת מפעילות הייזום. לחברה צוות ניהולי רחב המסייע בתהליך ההשבחה ומקסום פוטנציאל ה-NOI מכל נכס. לקבוצת Lightstone פלטפורמה ניהולית רחבה המסייעת לניהול אקטיבי של הנכסים, בדיקת הכדאיות והסיכונים בעסקאות חדשות ומקסום התזרים הפרמננטי. פלטפורמה זו תורמת גם לחברה בפעילות הייזום. לחברה שני פרויקטים לייזום דיור להשכרה בניו-יורק (אחד במנהטן והשני בברוקלין) שהינו שוק המאופיין בביקוש גבוה לנכסים אלו. החברה פועלת לביצוע הייזום בשלבים באופן הממתן את החשיפה הכוללת לפעילות זו.

יצוין כי מידרוג מתייחסת במסגרת שיקולי הדירוג, לכוונת החברה להמשיך ולשמור על רמות מינוף נמוכות יחסית, תוך גיוון מקורות המימון בין חוב בנקאי לאג"ח וכן שמירה על נזילות מינימאלית בהיקף של לפחות שנה אחת של שירות חוב אג"ח. חלק מכספי גיוס האג"ח מיועדים לצורך פיתוח מבנה דירות להשכרה של כ-350 יח"ד ב-Financial District במנהטן.

#### מדיניות דיבידנד

החברה טרם פרסמה מדיניות חלוקת דיבידנדים, מידרוג מתייחסת במסגרת שיקולי הדירוג להיקף חלוקה משוער אשר יעמוד על כ-35% מה-FFO. בהתחשב במקורות אל מול השימושים הצפויים, יציבות פעילות החברה והיקף הדיבידנדים של חברות בדירוג דומה, להערכת מידרוג שמירה על היקף זה משפיעה לחיוב על יכולת שירות החוב בחברה.

**דירוג החברה מושפע לחיוב** מפורטפוליו נכסים בהיקף משמעותי, המפוזר על פני מספר סגמנטים ואזורי פעילות באופן המצמצם את חשיפת החברה לנכסים ושוכרים בודדים; מרמות מינוף נמוכות ביחס לדירוג, גם בהתחשב בגיוס האג"ח. זאת, בנוסף להיקף הון עצמי משמעותי, המהווה כרית ספיגה ניכרת; מפעילות בשוק הדירות להשכרה בארה"ב וכן בתחום המרכזים המסחריים הפתוחים, המשפיעה לחיוב על הפרופיל העסקי בחברה. פעילות זו מאופיינת בביקוש גבוה ויציב יחסית, צמיחה עקבית בשכ"ד, נגישות טובה למקורות מימון ויכולת הנזלת נכסים סבירה (ככל שקיים צורך במימוש הנכסים); וותק וניסיון בולט לחיוב של הנהלת החברה וקיומם של מנגנונים לשליטה ובקרה - גם בהתייחס ללקחים מההפסדים של קבוצת Lightstone מעסקת Extended Stay; מתזרים פרמננטי יציב ומשמעותי אשר אף צפוי לצמוח בשנים הקרובות; מיחסי כיסוי ההולמים את דירוג החברה בהתייחס לשווקי הפעילות.

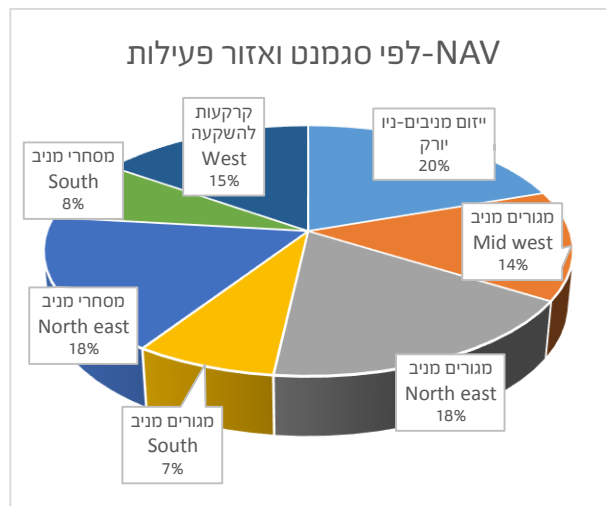
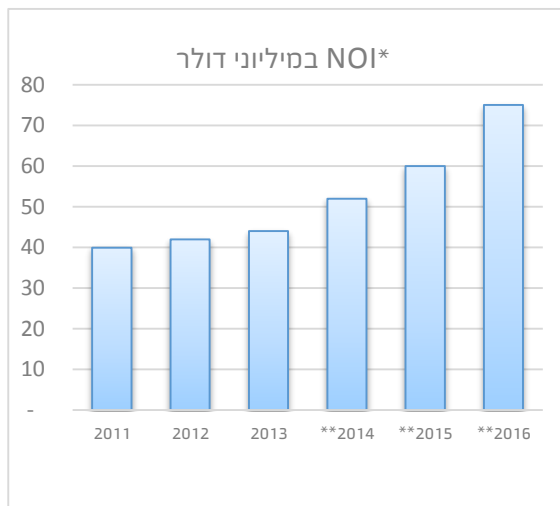
**דירוג החברה מושפע לשלילה** מה-Track Record השלילי המיוחס לעסקת Extended Stay ובייחוד אי עמידת קבוצת Lightstone בהתחייבויות בגין העסקה. מנגד, בעלי השליטה וצוות הניהול בחברה הטמיעו שינויים בעקבות האמור שבאים לידי ביטוי, בין היתר, בביצועי החברה ומבנה המאזן הנוכחי ובשיפור מערך ועומק צוות הניהול הבכיר לצד יכולות תפעול הנכסים; מהסיכון הגלום במרכיב הייזום, למרות שלהערכת מידרוג, סוג הייזום מממן סיכונים אלו; מהעדר נכסים מניבים לא משועבדים בהיקף משמעותי ביחס לאג"ח. אף על פי כן, לחברה נגישות טובה למקורות מימון.

#### חוזקות

**היקף פעילות ופיזור בולט על פני מספר סגמנטים ואזורים מקטין את חשיפת החברה לנכסים, אזורים ושוכרים בודדים ותורם לנראות התזרים וליחסי כיסוי מהירים; לאור תהליכי אכלוס וייזום הנכסים, היקף ה-NOI צפוי לצמוח משמעותית**

כאמור לחברה כ-34 נכסים/תיקי נכסים (כ-550 מבנים) להשכרת יח"ד למגורים ושטחי מסחר אשר בהתאם לחוזים חתומים, ולהערכת מידרוג, צפויים להניב NOI שנתי של כ-50 מיליוני דולר בשנת 2015 לעומת קצב שנתי של כ-42 מיליוני דולר במחצית הראשונה של שנת 2014 (בנוסף, חלק החברה ב-NOI השנתי בהתאם לחוזי שכירות חתומים, בגין חברות המוצגות לפי שיטת השווי המאזני, צפוי לעמוד על כ-9.5 מיליוני דולר לשנה). בהתאם לנכסים המצויים בתהליכי ייזום, צפוי גידול משמעותי נוסף בשנים 2016-2017. היקף מצבת הנכסים הינו משמעותי - כך שחלק החברה בשווי ההון עומד על כ-770 מיליוני דולר (ללא קרקעות ונכסים בייזום) בהתאם לזאת, המצבת צפויה לתרום להמשך הפקת תזרים פרמננטי ולתמוך ביחסי כיסוי מהירים.

לאור היקף יחידות הדיור והעובדה שעיקר ההכנסות נובעות ממגזר ההשכרה למגורים, לחברה פיזור שוכרים בולט לחיוב ללא תלות בשוכרים מהותיים. גם בתחום המרכזים המסחריים פיזור השוכרים והתפלגות מועד סיום החוזים הינם טובים. בהתאם לזאת, 3 הנכסים המרכזיים של החברה אחראיים על כ-25% בלבד מסך ההכנסות - פיזור בולט ביחס לחברות מדורגות אחרות (נכסים אלו הינם נכסי מולטיפמילי הכוללים מספר רב של שוכרים ומבנים). כמו כן, לחברה פעילות במספר מדינות ואזורים בארה"ב באופן המקנה פיזור גיאוגרפי. לאור הנ"ל, מידרוג רואה בתיק הנכסים המפוזר גורם המשליך לחיוב על הפרופיל העסקי.



\* כולל פתיחת חברות מוחזקות החל משנת 2014 \*\* לפי תרחישי מידרוג

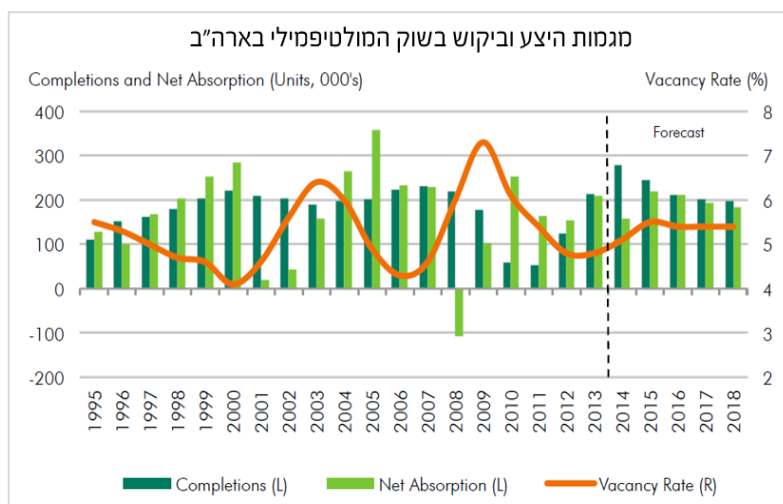
## יחסי איתנות בולטים לחיוב ביחס לדירוג, גם לאחר ההתפתחויות הקרובות, תורמים באופן משמעותי ליציבות החברה; היקף ההון העצמי הגבוה מהווה כרית ספיגה להתפתחויות שליליות בענף

מינוף החברה והיקף ההון העצמי בולטים לחיוב, גם ביחס לרמות דירוג גבוהות יותר. ההון העצמי (כולל זכויות המיעוט) עומד על מעל ל-557 מיליוני דולר, מתוכו כ-545 מיליוני דולר מיוחס לבעלי המניות. היקף זה מהווה כרית משמעותית להתפתחויות שליליות בענף. ההון העצמי (כולל זכויות המיעוט) למאזן עומד על כ-54%. להערכת מידרוג, עם השלמת גיוס האג"ח ונטילת חוב בנקאי נוסף, צפויה שחיקה מסוימת ביחסי האיתנות. נציין כי בהתחשב באירועים שהתרחשו לאחר תאריך המאזן והתפתחויות אפשריות נוספות, לרבות גיוס האג"ח, במסגרת שיקולי הדירוג, מידרוג התחשבה בתרחישים אפשריים, לפיהם בתקופות זמן שונות, יחס ההון (כולל זכויות המיעוט) למאזן יעמוד בטווח של כ-40%-50%. בהמשך לזאת, נציין כי יחסי המינוף עדין צפויים לבלוט לחיוב ביחס לדירוג. יתר על כן, להערכת מידרוג, איכות ומיקום נכסיה המניבים של החברה ובייחוד נכסי המולטיפמילי, משפיעים לחיוב על יציבותו של ההון העצמי. בהקשר זה, איכות הנכסים עשויה לסייע במקרה הצורך למימוש/למימון מחדש. כך למשל, לאחר תאריך המאזן, החברה התקשרה בהסכמים למימון מחדש של נכסים מניבים קיימים המביאים לתוספת נזילות של כ-43 מיליוני דולר (כולל חלק חברה בחברות מוחזקות).

## ענף המולטיפמילי נחשב לסולידי מבין ענפי הנדל"ן ומאופיין ביציבות במחירים ובפרמטרים תפעוליים; הפעילות בענף והשיפור בנתונים הפונדמנטליים שלו, יחד עם ההתחזקות בכלכלת ארה"ב, תורמים משמעותית לשיפור פרופיל הסיכון

כלכלת ארה"ב הינה הכלכלה הגדולה בעולם (מדורגת Aaa באופק יציב במודי"ס). בשנים האחרונות המדינה מתאוששת ממשבר האשראי של 2008-2009, באופן אשר תומך בשוק הדיור במדינה. ההתאוששות באה לידי ביטוי, למשל, בירידה בשיעור האבטלה שהגיע לשיא תקופתי בשנת 2010 ועמד על כ-9.6%. נכון לנתונים העדכניים (אוקטובר 2014), עומד שיעור האבטלה על כ-5.8%. יתר על כן, לפי נתוני משרד התעסוקה האמריקאי, מספר המועסקים בשנת 2014 הינו גבוה מהנתונים שלפני המשבר ומוערכים בכ-139 מיליון מועסקים ברחבי ארה"ב. בהמשך לזאת, גם נתוני התוצר הריאלי לנפש בארה"ב מראים התאוששות מסוימת: לפי מודי"ס בין 2010 ל-2013 שיעור השינוי השנתי בתוצר הריאלי לנפש בארה"ב עלה בממוצע בכ-2.3% והוא אף צפוי להמשיך להתחזק בשנתיים הקרובות.

בד ובד עם ההתאוששות בכלכלת ארה"ב, סקטור הדיור התחזק ובין הבולטים הינו ענף ה-Multifamily. לפי CBRE<sup>1</sup>, התחזקות הענף מיוחסת לצמיחה בשוק העבודה, עליה בביקוש לדיור להשכרה והאטה בהתחלות הבניה בשנים שלאחר המשבר. לאור גורמים אלו, שיעורי התפוסה חזרו לנוע בטווחים הממוצעים ההיסטוריים שלהם, ברמות ממוצעות של כ-95% (בתרשים להלן מופיע הנתון המשלים, קרי אי התפוסה) ומחירי השכירות אף גבוהים מאלו שהיו בטרם המשבר.



מקור: CBRE

שוקי הפעילות העיקריים של החברה בתחום המולטיפמילי הינם משיגן, וירג'יניה, מרילנד וניו-יורק. כמו כן, החברה עוסקת בתחומי ושווקי פעילות נוספים, במסגרתם מחזיקה החברה בנכס מסחרי עיקרי במינסוטה ונכסים מסחריים נוספים בפנסילבניה. על פי נתוני Census, בממוצע, שיעור יח"ד בבעלות בשנים 2008-2012 עמד על כ-50% בשוקי הפעילות העיקריים בהם פעילה החברה, לעומת שיעור בעלות ממוצע בין 2008-2012 בארה"ב שעמד על כ-65%. נדגיש כי אזורי פעילות אלו (למעט ניו-יורק סיטי) אינם מאופיינים ברמה גבוהה של רגולציה, לדוגמה מסוג Rent Control או Rent Stabilization שיותר נפוצה במדינת ניו-יורק, כך שתנאי הביקוש וההיצע בשוק משתקפים מהר יותר. בהמשך לשיפור בנתונים הפונדמנטליים של ענף המולטיפמילי ברמת ארה"ב, גם באזורים בהם החברה פעילה נרשמה התאוששות אשר חיזקה את הענף. בדומה לכלל ארה"ב גם בשוקי הפעילות של החברה ניכרת התאוששות כלכלית. לדוגמה, שיעורי האבטלה במישיגן ירדו מכ-14.2% בשיא של 2009 לכ-7.2% נכון להיום. במקביל, שיעורי התפוסה במטרופולין דטרויט עוברים את ה-95%. כמו כן, ניתן לראות התאוששות ברמת ההכנסה הריאלית לנפש, אשר שומרת על שיפור חיובי של כ-2% בשנה משנת 2010. מנגד, קיים צפי להמשך מגמת הגידול השלילי בכמות התושבים, בקצב שנתי ממוצע של כ-0.2% עד 2018.

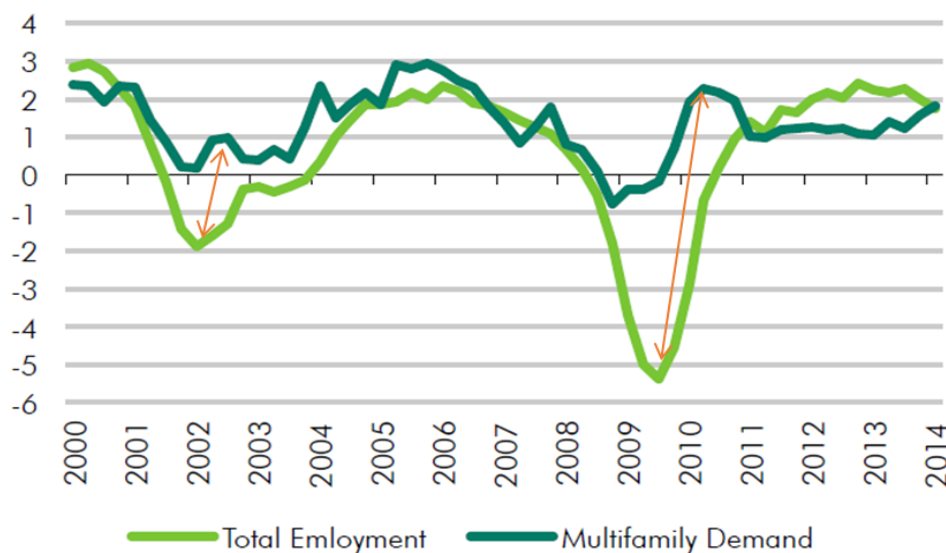
<sup>1</sup> ראו: [Capital Markets Multi-Housing 2014 Annual Market Report](https://www.capitalmarketsmulti-housing.com/2014-annual-market-report/)

מטרופולין	שיעור אבטלה 2009	שיעור אבטלה 2013	שיעורי תפוסה בשוק השכירות	עלייה שנתית מוערכת ברמת שכירות בתקופה 2007-2013	שיעור בעלות על דירות מגורים 2008-2012
דטרויט	15%	9%	96%	1.0%	53%
בולטימור	8%	7%	96%	2.4%	49%
ווינגטון די.סי.	6%	6%	96%	2.5%	53%
ארה"ב	10%	7%	92%	1.8%	65%

מקור: עיבוד נתוני CBRE

**גם בתקופות משבר**, הנראות והיציבות במקורות התזרימיים של קבוצת נכסי המולטיפמילי בארה"ב בולטת לחיוב. מלבד אזור דטרויט, הנוטה לתנודתיות חזקה יותר, מרבית שווקי הפעילות של החברה לא נפגעו בתקופת המשבר. בהמשך לכך, שווקים אלו אף השתפרו באופן מהותי, עם שיעור עלייה של כ- 8% ומעלה בשכירות הממוצעת מ-2009 ועד לשנת 2013 (כאשר על פי תחזיות השוק המגמה אמורה להימשך). חשוב לציין כי אף בתקופות משבר, הענף אינו נפגע מהותית, ומתבטא בשיעורי תפוסה הגבוהים מ-92%. היציבות שהענף מפגין בעתות משבר הבאה לידי ביטוי בתנודות נמוכות בשכ"ד ותגובה מתונה בשיעורי התפוסות, להערכת מידרוג, משפרת את פרופיל הסיכון בחברה ומעניקה לחברה סביבה חיצונית יציבה.

שינוי שנתי בתעסוקה ובביקוש לדירור להשכרה ב-60 השווקים הגדולים בארה"ב



מקור: CBRE

חשוב לציין את פעילות החברה בשוק הדירות להשכרה בעיר ניו-יורק אשר נחשב ליציב מאוד וזאת על פני תקופות זמן ארוכות, כך לדוגמה שיעורי התפוסה בעיר נעים בטווח של כ-96%-99% (לרבות דירות אשר אינן נמצאות תחת פיקוח) בהתאם למיקום וסוג הנכסים וזאת תוך כדי צמיחה ברמות שכ"ד לאורך זמן. גם בתקופות משבר, הנראות והיציבות במקורות התזרימיים בניו-יורק בולטים לחיוב. החברה פעילה גם בתחום הנדל"ן המניב המסחרי במדינת מינסוטה, במטרופולין





מיניאפוליס, בו היא מחזיקה ב-"Premium Outlet". המטרופולין מאופיין בשיעורי אבטלה נמוכים בהשוואה למדינה וגם מהממוצע הארצי, באופן עקבי. בבחינת שיעורי התפוסה בשוק הקמעונאי במטרופולין, ניכרת עלייה לשיעורי תפוסה של כ-93% בשנת 2013 (בהשוואה לשיעורי תפוסה של כ-91% בשנת 2009). נתון נוסף המחזק את מיצוב שוק הקמעונאות במיניאפוליס, הינו גידול שנתי במכירות קמעונאיות בשנים 2010-2014, בשיעור שנתי של מעל 4%, לעומת גידול בתעסוקה באזור בשיעור שנתי של כ-2% בתקופה המקבילה. אינדיקטורים אלו מייצגים את חוסנו ועמידותו של השוק בפני משברים, המקטינים את הסיכון הגלום בחברה במגזר זה.

**ותק וניסיון בולט לחיוב של ההנהלה וקיום פלטפורמה לניהול עצמי ומנגנונים לשליטה ובקרה, משפרים את יכולות החברה לשמור ולהשביח על ערכם של נכסי החברה**

לקבוצת Lightstone כ-450 עובדים, כאשר מטה ההנהלה הינו במנהטן ומטה התפעול ממוקם בלייקווד-ניו ג'רזי. בנוסף, לקבוצת Lightstone משרדים אזוריים בערים מרכזיות ברחבי ארה"ב וביניהן שיקגו, דטרויט ובולטימור. למרבית ההנהלה הבכירה קיים וותק וניסיון בתפקידי ניהול של עשרות שנים, המסייע בהתמודדות עם מחזורים עסקיים שונים ותורם לנגישות החברה לעסקאות רכישה, מקורות מימון וכדומה. כמו כן, בין 2012-2014 צמיחת ה-NOI השנתית מנכסים זהים, עמדה על 5%-6% באופן התורם ליכולת שירות החוב של החברה. כמו כן, ההנהלה הבכירה של החברה מיישמת כלים לשליטה ובקרה הדוקה וכן מנגנונים לניהול סיכונים ובקרה על עסקאות חדשות וזאת גם לאור לקחי הפסדי העבר של קבוצת Lightstone בשל עסקת Extended Stay. יצוין כי חלק ניכר מההנהלה הבכירה בחברה כיום הצטרף לאחר כישלון עסקת Extended Stay בשנת 2009.

**סיכונים עסקיים**

**Track Record שלילי המיוחס לעסקת Extended Stay בשל כשל הפירעון של קבוצת Lightstone, משפיעים לשלילה על הדירוג. מנגד, החברה הטמיעה שינויים משמעותיים בניהול, תפעול ומימון על מנת להימנע מכשלים דומים בעתיד**

בשנת 2007 מר ליכטנשטיין וקבוצת Lightstone, הובילו קונסורציום של משקיעים לרכישת תיק של כ-680 מלונות ("Extended Stay") תמורת כ-8 מיליארד דולר. בתקופה שלאחר הרכישה החל המשבר הפיננסי בארה"ב באופן שהביא לירידת ההכנסות מבתי המלון ולירידת שווי של התיק. ביום 15 ביוני, 2009 הכריזה Extended Stay על כניסה לחדלות פרעון, כך שהבעלות על התיק עברה לנושים לאחר שלא צלח הניסיון להגיע להסדר עימם. יצוין כי קבוצת Lightstone שילמה כ-100 מיליוני דולר לצורך סיום ההתדיינות המשפטית מול המלווים. לדברי החברה, המינוף הגבוה, התנודה החדה בשוק ומבנה מימון הפורטפוליו (איגוח- CMBS) הקשו על הגעה להסדר. בנוסף, לדברי החברה היא מטמיעה את הלקחים הבאים בניהול תיקי הנכסים של קבוצת Lightstone: הורדת החשיפה לנכסים ספציפיים, שמירה על יחסי מינוף נמוכים לענף, פיתוח של צוות עובדים מקומי ושמירה על נזילות מספקת לצרכי שירות חוב, בנוסף ישנם מנגנוני בקרה והתייעצות פנימית של צוות נרחב בטרם מתבצעת עסקת רכישה נכס חדש. הצלחת הטעמת לקחים אלו באה לידי ביטוי, בין היתר במבנה מאזן החברה, היקף הנזילות ונגישותה לעסקאות ומקורות מימון בשוקי פעילותה. יצוין כי חלק מהמלווים של Extended Stay הגישו תביעות נגד מר ליכטנשטיין וקבוצת Lightstone (לא כנגד החברות המוחזקות של המנפיקה) בטענות שונות בקשר עם הערבויות והמימון של עסקת Extended Stay. בהתאם לזאת, קבוצת Lightstone העבירה סך של 100 מיליון דולר והסדירה בכך באופן מלא את העניין מול המלווים.



לאור האמור, מידרוג מתחשבת במסגרת שיקולי הדירוג, בעבר הקבוצה שכולל שמיטת תיק המלונות באופן המשפיע לשלילה על פרופיל הסיכון. מנגד נציין כי מדובר על קבוצת נכסים בעלי מאפייני סיכון גבוהים יותר מאשר נכסי דיור להשכרה ונכסים מסחריים הקיימים בתיק הנכסים של החברה.

#### **חשיפת החברה לייזום מגדילה את הסיכון העסקי; אולם, סוג הייזום ומאפייניו ממתנים סיכון זה**

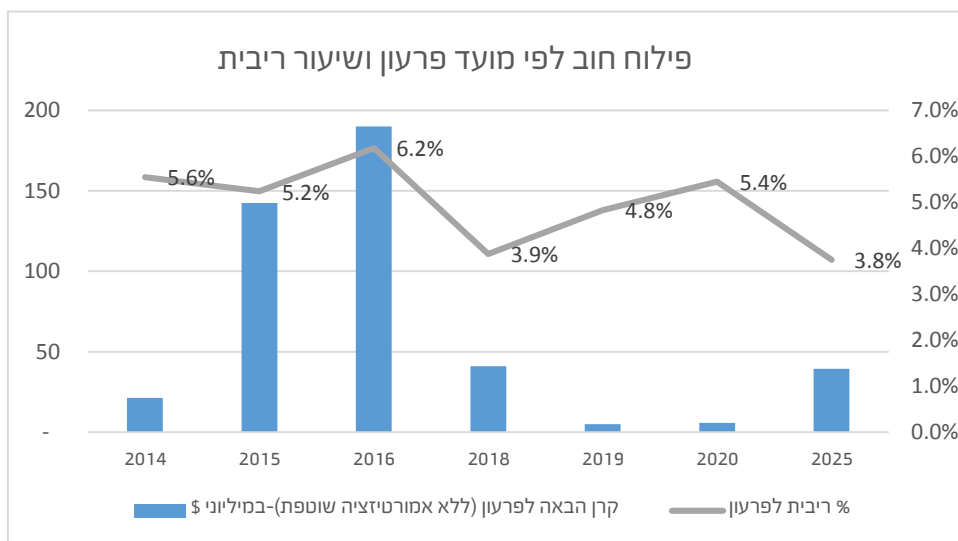
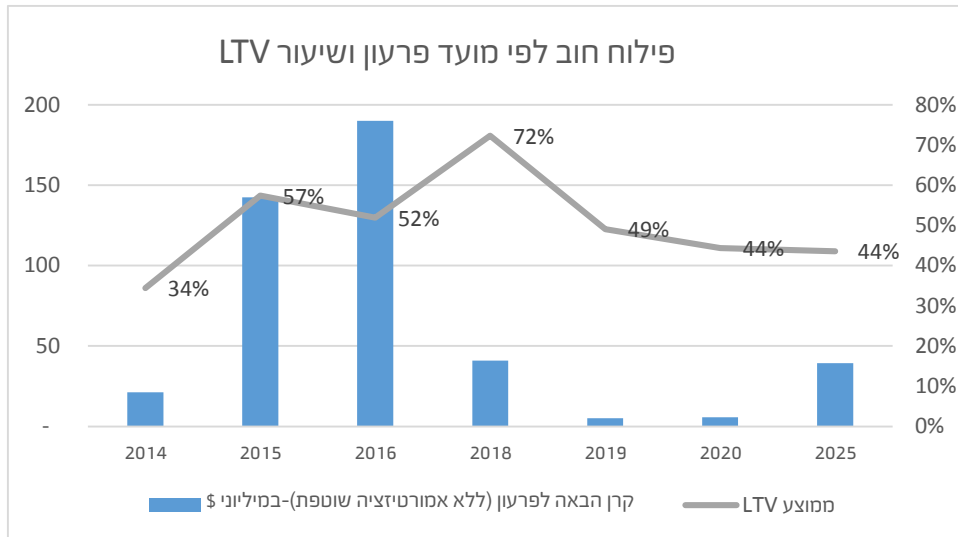
לחברה פרויקט לבניית קומפלקס להשכרה למגורים בברוקלין הכולל כ-700 יח"ד ב-2 שלבים. השלמת השלב הראשון צפויה במהלך שנת 2016 והשלב השני במהלך שנת 2017. בנוסף, החברה רכשה בחודש יוני קרקע לבניית כ-350 יח"ד להשכרה במנהטן. כפי שצוין, חלק מתמורת הגיוס תשמש לפיתוח נכס זה. בשנים האחרונות החברה השלימה ייזום מספר פרויקטים משמעותיים אשר מושכרים כיום בתפוסה כמעט מלאה ומייצרים תזרים משמעותי ויציב בייחוד ביחס לעלות בנייתם (חלק מתזרים זה טרם בא לידי ביטוי מלא בדוחות הכספיים). בנוסף, לחברה קרקעות במערב ארה"ב הכוללות זכויות בעיקר בתחום המגורים הרשומות בדוחות הכספיים בסכום כולל של כ-90 מיליון דולר. אולם, בהתאם לדברי החברה, אין בכוונתה לפתח את הקרקעות הנ"ל והפקת תזרים מהן יתבצע באמצעות מימוש. למרות הסיכון האינהרנטי בייזום נדל"ן והתנודתיות הקשורה לפעילות זו, להערכת מידרוג היקף החשיפה מתמתן וזאת בעקבות ייעוד הייזום לדיור להשכרה, בשלותם ומיקומם של רוב הפרויקטים וניסיון החברה בפיתוח וייזום נכסים מניבים.

#### **סיכונים פיננסיים**

#### **העדר נכסים מניבים לא משועבדים משליך לשלילה על הגמישות הפיננסית על אף שקיימת גמישות מסוימת בשל ה-LTV**

#### **הנמוך של חלק מהנכסים; לחברה נזילות ותזרים פרמננטי משמעותי הממתנים חלקית את האמור**

לחברה נכסים מניבים לא משועבדים בהיקף של כ-32 מיליון דולר בלבד. אולם, קיימת גמישות פיננסית מסוימת המיוחסת לרמות ה-LTV הנמוכות של חלק מהנכסים. יצוין כי שוק המולטיפמילי מאופיין במימון זמין יחסית, גם בתקופות משבר, ביחס למימון סוגי נכסי נדל"ן אחרים, באופן המעניק לחברה הגנה מסוימת מפני סיכוני שוק הנובעים מעיתוי מחזורי חוב. נכון ליום 30.06.14, לחברה יתרת נזילות בהיקף של כ-28 מיליון דולר, בנוסף לאחר תאריך המאזן החברה ביצעה מימון מחדש של מספר הלוואות באופן אשר צפוי להביא לגידול נוסף בנזילות. בהתחשב בהיקף והנראות הגבוהה של התזרים הפרמננטי, היקף הנזילות וה-LTV הממוצע של הנכסים, לחברה מקורות נזילים מספקים לשירות החוב בטווח הנראה לעין. להלן גרפים המתארים את ה-LTV הממוצע של ההלוואות בהתאם לסכום הקרן המגיעה לפירעון לפי שנה ותחשיב נוסף לריבית הממוצעת של הלוואות אלו (יצוין כי חלק מההלוואות כבר מוחזרו):



**ככל שתחול עלייה בסביבת הריבית לחברה חשיפה מאזנית לירידת שווי הנכסים בטווח הבינוני; חשיפה זו מתמתנת בשל הגידול הטבעי של שכ"ד והאיתנות הפיננסית של החברה**

בשל סביבת הריבית הנמוכה, שיעורי ההיוון ירדו בשנים האחרונות והובילו לעליית שוויים של נכסים מניבים. שיעורי ההיוון הממוצעים של נכסים בתחום המגורים עומדים על כ-6.7% לנכסי המולטיפמילי וכ-8.3% לנכסי הריטיל. שינוי לרעה בסביבת ריבית השוק עלול להשליך לשלילה על שווי הנכסים בטווח הבינוני, בשל עליית שיעורי ההיוון. אולם, להערכת מידרוג, חשיפה זו מתמתנת בטווח הארוך, לאור מספר גורמים, הכוללים, בין היתר, את העלייה ב-NOI התורם לעליית שווי הנכסים (ללא קשר לשיעורי ההיוון), מח"מ ארוך להלוואות וריבית קבועה, אשר מותירים את החשיפה בעיקר מאזנית, למעט צורך שעלול לנבוע למימוש נכסים בנקודת זמן כלשהי. יתרה מכך, האיתנות הפיננסית של החברה מספקת מרווח אשר יגן במידה מסוימת בפני תרחיש זה. בנוסף, עליית סביבת הריבית בארה"ב, ככל שתתרחש, עשויה לחול בד בבד עם שיפור משמעותי במצב הכלכלי במדינה, אשר צפוי להאיץ את קצב הצמיחה של התזרים וה-NOI.

**גורמים העשויים לשפר את הדירוג**

- גידול משמעותי ולאורך זמן בהיקף התזרים הפרמננטי תוך שמירה על יחסי איתנות גבוהים
- ירידה בחשיפה לפעילות ייזום

**גורמים העלולים לפגוע בדירוג**

- שחיקה משמעותית ביחסי האיתנות והכיסוי
- חלוקת דיבידנד חריגה, אשר יש בכדי לפגוע באיתנות החברה
- הרעה בסביבת הפעילות העסקית של החברה והגדלה משמעותית של מרכיב הייזום בחברה

**דוחות מתודולוגיים:**

---

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

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

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

תאריך דוח: 12 בנובמבר 2014

מונחים פיננסיים עיקריים

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	הוצאות ריבית <i>Interest</i>
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	הוצאות ריבית תזרימיות <i>Cash Interest</i>
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	רווח תפעולי <i>EBIT</i>
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני הפחתות <i>EBITA</i>
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני פחת והפחתות <i>EBITDA</i>
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה <i>EBITDAR</i>
סך נכסי החברה במאזן.	נכסים <i>Assets</i>
חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	חוב פיננסי <i>Debt</i>
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	חוב פיננסי נטו <i>Net Debt</i>
חוב + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	בסיס ההון <i>Capitalization (CAP)</i>
השקעות ברוטו בציוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	השקעות הוניות <i>Capital Expenditures (Capex)</i>
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	מקורות מפעילות * <i>Funds From Operation (FFO)</i>
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת * <i>Cash Flow from Operation (CFO)</i>
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	תזרים מזומנים פנוי * <i>Retained Cash Flow (RCF)</i>
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי * <i>Free Cash Flow (FCF)</i>
* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד שהתקבל ממחזקות יכולו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים מפעילות שוטפת.	

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

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739  
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2014.

מסמך זה, לרבות פסקה 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 לסיכוני 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.