

**CENTRAL EUROPEAN ESTATES B.V.**

אופק: יציב	Baa1	דירוג ISSUE
------------	------	-------------

הדירוג ניתן לגיוס אג"ח של עד 60 מ' ₪ ע.ג. במסגרת אג"ח סדרה א', שיישאו ריבית שנתית צמודה אשר תשולם פעמיים בשנה והקרן תפרע בתשלומים שנתיים שווים בכל אחת מן השנים 2011-2014. הדירוג כפוף להתחייבות החברה למנות מנהל סיכונים ולפעול לגידור חשיפה מטבעית וכן להתחייבות החברה לשמירה על יחס חוב ל-CAP שלא יעלה על 80%. בתנאי האג"ח נקבע, בין השאר, כי הלוואות הבעלים שניתנו נכון למאזן ליום 31.03.2007, הינן נחותות לאג"ח בפירוק, נושאות ריבית אשר תשולם רק לאחר פירעון מלא של האג"ח. הריבית שנצברה על הלוואות הבעלים נחותה לאג"ח בפירוק. כמו-כן, תנאי לתוקף דירוג האג"ח הינו, כי תושלם עסקת העברת מניות חברת Adria Palace KFT הכוללת את מלון מרידיאן בבודפשט לידי החברה. הדירוג מתבסס על חוות דעת לפיה לא קיימות עלויות מס משמעותיות המוטלות על החברה בשל העסקה.

מחבר:  
רן גולדשטיין  
ראש צוות  
[rang@midroog.co.il](mailto:rang@midroog.co.il)

אנשי קשר:  
אביטל בר דיין  
סמנכ"ל, ראש תחום  
תאגידים ומוסדות פיננסיים  
[bardayan@midroog.co.il](mailto:bardayan@midroog.co.il)

**סדרות מונפקות מדורגות<sup>1</sup>**

סדרה	מועד הנפקה	היקף גיוס	מועדי פרעון קרן	ריבית נקובה	דירוג
א'	08/2007	81 מ' ₪	2011-2014	7.8%	Baa1

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

**התפתחויות מהותיות אחרונות<sup>2</sup>**

**העברת פעילות מלון מרידיאן בבודפשט לידי החברה**

במסגרת הרחבת פעילותה בתחום המלונאות, בכוונת החברה להתקשר בחודש פברואר 2008 באמצעות חברת בת CEE Hotel Holdings B.V (להלן: "CEE Hotel"), אשר הינה בבעלות ושליטה מלאה של החברה, בהסכם לרכישת מלוא מניותיהם של מר יולי עופר ומר נמרוד רינות בחברת Adria Palace KFT (להלן: "חברת אדריאה"), המהוות 95% ממניות חברת אדריאה (90% בבעלות מר יולי עופר ו-5% בבעלות מר נימרוד רינות), כאשר 5% מהמניות הנותרות מוחזקות על ידי צד ג'.

דוח זה מתייחס למבנה ההנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 04.02.2008. 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 ותמציתו.

<sup>1</sup> להרחבה ופירוט תנאי דירוג האג"ח ראה/י דו"ח דירוג מאוגוסט 2007.  
<sup>2</sup> מאז פרסום דוח הדירוג באוגוסט 2007

חברת אדריאה הינה בעלת מלון 5 כוכבים יוקרתי ובעל מוניטין הפועל תחת מותג מרידיאן בבודפשט הונגריה. שווי המלון הוערך בכ- 64 מיליון אירו על ידי Cushman & Wakefield Hotels (להלן: "Cushman"). כנגד המלון עומדת הלואה על סך של כ- 52 מיליון אירו<sup>3</sup>. תזרים המזומנים התפעולי של בית המלון עומד בממוצע על כ- 3,770 אלפי אירו לשנים 2006 – 2007 (בהתחשב בתחזית שנת הפעלה מלאה של המלון לשנת 2007 בהתאם למפורט בהערכת השווי שנערכה על ידי Cushman). התזרים החופשי הנובע מבית המלון קרי, לאחר הפרשות לקרן השקעה לתחזוקה ולאחר שירות קרן וריבית בגין הלואה, עומד על סכום של עד כ- 300 אלף אירו, בהסתמך על נתוני תחזית שנת 2007. בתמורה למכירת מניותיהם בחברת אדריאה יוקצו מניות למר יולי עופר ומר נמרוד רינות בחברה כך ששיעור ההחזקות בחברה יעמוד על 76.1% למר יולי עופר ורעייתו ולמר נמרוד רינות על 23.9% ממניות החברה, לעומת 75.1% ו- 24.9%, בהתאמה, בטרם ההקצאה.

### **הרחבת זרוע המלונאות**

כחלק מאסטרטגיית החברה להרחיב ולעבות את תחומי פעילותה גם לתחום המלונאות תעביר החברה לחברת CBE Hotel את החזקותיה בנכס מקרקעין שבבעלות חברת – Nador Palace kft אשר עתיד לשמש כמלון בוטיק יוקרתי ברמה של חמישה כוכבים, כך שחברת Cee Hotel מהווה את זרוע המלונאות של החברה שם ירוכזו נכסי המלונות של החברה.

נכון למועד התשקיף, הקבוצה מנהלת משא ומתן עם רשת ניהול בתי המלון העולמית, STARWOOD, לניהול המלון שיוקם בנכס, כך שיופעל תחת שם המותג "W".

### **החברה חתמה על מזכר הבנות לשיתוף פעולה לגבי שלושה פרויקטי יזום עיקריים**

ביום 06.12.2007 חתמה החברה על מזכר הבנות עם חברה הולנדית ביסוד לשם צירופה כשותפה בשיעור של 50% מחלקה של החברה בפרויקטים בקשר לשלושה פרויקטים מרכזיים אותם יוזמת החברה כיום המצויים ב – Block 26 בבוגרד, Megacenter בבוגרד, Peninsula Resort Montenegro במונטנגרו. במסגרת שיתוף הפעולה התחייבו הצדדים, כי יפעלו במשותף גם בפרויקטים עתידיים במדינות קרואטיה, סרביה ומונטנגרו. השלמת העסקה לכדי הסכם מחייב אמורה להתבצע תוך 45 ימים מיום החתימה על מזכר ההבנות, (להלן: "מועד ההשלמה").

לשם ביצוע הפעילות תוקם חברה הולנדית אשר תוחזק בשיעורים שווים על ידי השותפים, (להלן: "החברה המשותפת"), והפרויקטים יבוצעו באמצעות חברות בנות של החברה המשותפת. ניהול החברה המשותפת ייעשה על ידי החברה אשר תהיה זכאית לדמי ניהול בשיעור של 4% מהרווח הנקי של החברה המשותפת לפני מס. על חשבון דמי הניהול האמורים ישולם לחברה סך של 40,000 אירו מידי חודש, אשר לא יוחזרו על ידי החברה אף אם לא יהיו רווחים. כמו-כן תהא זכאית החברה להחזר מלוא הוצאותיה אשר תנבענה משירותי הניהול וכן להחזר מלא של השקעותיה בפרויקטים עד כה.

<sup>3</sup> קרן ההלוואה נפרעת לשיעורין מידי שנה עד לשנת 2023, כאשר במועד פירעונה הסופי תעמוד יתרת קרן ההלוואה על כ- 40% מתוך סכום ההלוואה המקורי שנילקח. עד למועד הפירעון הסופי, סכום תשלום הקרן והריבית מידי שנה עומדים, במצטבר, על סך שבין 3.3 – 3.6 מיליון אירו.

להערכת החברה ההון העצמי הכולל שיידרש לצורך מימון הפרויקטים עומד על סך של כ- 60 מיליון אירו. עם מועד ההשלמה על השותפים להעמיד 10 מיליון אירו במסגרת הלוואת בעלים, כאשר מתוך סכום זה על החברה להעמיד 35% שהם 3.5 מיליון אירו. יתרת הסכומים אמורים להשתלם על פי התקדמות הפרויקטים. היות והחברה משקיעה פחות מחלקה בחברה המשותפת, כי אז, הפער המימוני בין חלקם של השותפים יפרע לטובת השותף מתוך רווחי הפרויקטים, אם וככל שמתוך רווחי החברה המשותפת לא יפרע סכום הפער המימוני, תהיה החברה (חברת CEE) אחראית לתשלום הפער.

#### **החברה חתמה על הסכם הבנות לגבי יזום פרויקט גדל מימדים - בלוק 26 – New Belgrad**

בתחילת נובמבר 2007 חתמה החברה על הסכם הבנות עם צד ג', לגבי הקמת פרויקט גדל מימדים על שטח קרקע של כ- 40,000 מ"ר במרכז העיר בלגרד בסרביה.

הסכם ההבנות הינו לגבי פיתוח משותף של המקרקעין לשם הקמת מגדלי מגורים יוקרתיים, קניון, מלון חמישה כוכבים, משרדים וחניית תת קרקעיות בשטח מוערך של כ- 460,000 מ"ר, עם השלמת העסקה תחזיק החברה ביחד עם שותפיה ב- 68% מחברת בת סרבית אשר תהיה בעלת זכויות הפרויקט וצד ג' יחזיק ב- 32% הנותרים, כאשר רווחי הפרויקט יחולקו לפי שיעורי החזקותיהם, אולם אם הכנסות הפרויקט יעלו על 1 ביליון אירו אזי הרווחים מעל סכום זה יחולקו ביניהם שווה בשווה.

השלמת העסקה כפופה לחתימה על הסכם מפורט תוך 120 יום בכפוף לביצוע בדיקת נאותות לשביעות רצונה של החברה – בתחום המשפטי, חשבונאי, מיסויי וכן הסדרת התב"ע של המקרקעין.

בכפוף להשלמת העסקה תשלם החברה ושותפיה לחברה הסרבית מיקדמה בסך של 45 מיליון אירו על חשבון הרווחים העתידיים המגיעים לחברה הסרבית מהפרויקט. כאמור, החברה חתמה על מזכר הבנות להכנסת שותפים לפרויקט ובכוונת החברה לפעול להכנסת שותפים נוספים כך שיוקטן נטל המימון שיחול עליה.

#### **החברה זכתה במכרז לרכישת בניין משרדים בבודפשט**

בחודש דצמבר 2007 זכתה החברה (באמצעות חברה, שהוקמה במיוחד לצורך כך) במכרז שנערך על ידי חברה ממשלתית לרכישת בניין משרדים להשקעה בשטח כולל נטו של כ- 9,300 מ"ר, הממוקם ברובע ה- 14 בבודפשט, בתמורה של 6 מיליון אירו אשר ישולמו במהלך שלושת החודשים הקרובים. לצורך השתתפות במכרז הפקידה החברה פקדון בסך 1 מיליון אירו אשר לדעת החברה ישמש כסך ההון העצמי אשר תידרש להעמיד לצרכי רכישת הנכס.

נכון למועד דו"ח זה, בניין המשרדים מושכר לצדדים שלישיים אשר התחייבו לפנותו במהלך החודשים ינואר-פברואר 2008. בימים אלה מנהלת החברה משא ומתן להשכרת הבניין לשוכרים פוטנציאליים.

#### **החברה מכרה את אחזקותיה בחברת RE-OZ תמורת 2,538 אלפי אירו**

בחודש דצמבר 2007 התקשרה החברה בהסכם למכירת מלוא אחזקותיה (50%) בחברת בת Raiffeisen Evolution OZ.B.V (להלן: "RE-OZ"), אשר מחזיקה באמצעות חברת בת בקרקע בשטח של 5,701 מ"ר בבודפשט, תמורת סך של 2,538 אלפי אירו, מתוכם שולם לחברה סך של 2,288 אלפי אירו ויתרת 250 אלפי אירו תועבר לחברה עם פקיעת שני פיקדונות בחודשים יוני 2008 ודצמבר 2009.

### **ביטול פרויקט ייזום Phoenix בזאגרב ו- Mamaia Marina Beach בקונסטנצה**

לאחר בדיקת כדאיות החליטה החברה לא להשלים את העסקה לרכישת שטח (68,000) מ"ר להקמת פרויקט מגורים, מסחר ושטחי ציבור, בעיר זאגרב בקרואטיה בעלות של 15.5 מיליון אירו. חלק א' של הפרויקט היה אמור להניב לחברה רווח של 70 מיליון אירו.

כמו-כן, החברה הפסיקה מו"מ אשר ניהלה לרכישת חוף פרטי באזור קונסטנצה בשטח של 34,800 מ"ר, אשר עלותו היתה אמורה להיות כ- 35 מיליון אירו אשר נועד להקמת פרויקט משולב של דיור, מלון ושטחים מסחריים ומשרדים.

## **ניתוח השפעת העברת פעילות מלון מרידיאן לחברה**

### **נתונים כללים לגבי המלון :**

המלון פועל משנת 2000 וממוקם באזור מרכזי ואסטרטגי בבודפשט בעל מיצוב ומוניטין גבוהים והציג שיעור תפוסה ממוצע של 72.8% בשנת 2006. המלון מנוהל על ידי רשת מרידיאן, שהינה חלק מרשת Starwood – קבוצה בינלאומית המתמחה בהפעלת בתי מלון, בהתאם להסכם ניהול שנחתם בשנת 1999 אשר מסתיים בחודש אוקטובר לשנת 2015, (להלן: "הסכם הניהול"), עם אופציה אוטומטית להארכה של 5 שנים אלא אם הודיעה אדריאה שישה חודשים מראש על אי הארכת הסכם הניהול.

המלון הינו בן 11 קומות (מתוכן 7 קומות חדרים) ומונה 218 חדרים ומוערך כיום בשווי כעסק פעיל בכ- 64 מיליון אירו (כ- 294 אלף אירו לחדר). מתקני המלון כוללים שלוש מסעדות, בר, אולם אירועים, שישה חדרי ישיבות, SPA ובריכה מקורה וכן 7 חנויות קמעונאות בשטח כולל נטו של 333.3 מ"ר.

### **הסכם הניהול עם רשת מרידיאן קובע תשלום דמי ניהול ודמי תמריץ נוספים הניגזרים מהכנסות המלון :**

הסכם הניהול קובע, כי רשת מלונות מרידיאן תנהל את המלון תחת מותג הרשת ותדאג לתפעולו השוטף, עיצוב ותחזוקתו ברמה הגבוהה ביותר בהתאם לרשת מרידיאן לרבות פעילות שיווקית של המלון. מרידיאן תהא אחראית לגיוס והכשרת העובדים כאשר עלות העסקת עובדי המלון תחול על חברת אדריאה. כיום מעסיקה חברת אדריאה 139 עובדים.

בהתאם להסכם הניהול חברת מרידיאן הינה אחראית על ניהול פעילות המלון בלבד ללא אחריות נוספת כגון על עובדי החברה או נזקים אחרים.

דמי הניהול המגיעים לרשת מרידיאן נעים בין 1% ל- 2% מתוך סך מחזור המלון כאשר אחוז דמי הניהול מחושב על פי מדרגות ברווח הנקי של פעילות המלון (NHP<sup>4</sup> – NET HOUSE PROFIT).

רשת מרידיאן אף זכאית לדמי תמריץ הנעים בין 5% ל- 10% מתוך ה-NHP, לאותה שנה, המחושב על פי מדרגות. כאשר עד ל- NHP בסך של 2,700 אלפי אירו לא משולמים דמי תמריץ. בנוסף זכאית רשת מלונות מרידיאן לדמי פרסום ויח"צ למלון בסך של 1% מתוך סך פידיון המלון.

כן קיימת התחייבות להפריש לקרן עבור החלפת ותיקון ציוד המלון סך בשיעור המגיע עד ל- 4% מתוך סך פדיון המלון.

<sup>4</sup> NHP – סך מחזור המלון בניכוי הוצאות תפעול המלון כולל הוצאות ביטוח מסויימות, מיסוי עירוני, ודמי תמריץ למרידיאן.

במלון אף שטחי מסחר המשמשים כחנויות אשר אינם מהווים חלק מפדיון המלון ודמי שכירותם מהווים הכנסות של אדריאה בלבד אשר מניבים הכנסה בהיקף של כ- 900,000 ₪ לשנה.

#### המתחרים העיקריים של החברה בתחום המלונאות הינם מלונות היוקרה המצויים בבודפשט וסביבתה

ישנם כ- 13 בתי מלון יוקרתיים (ברמת 5 כוכבים) המציעים שירותים דומים למלון. כאשר קיימים ארבעה מלונות עיקריים המהווים תחרות, ביניהם מלון קמפינסקי הסמוך למלון ומלון אינטרקונטיננטל. קיים הסכם אי תחרות לפיו, לרשת מרידיאן אסור להפעיל מלונות תחת מותג מרידיאן ברדיוס של 5 ק"מ מהמלון.

להלן נתונים פיננסיים עיקריים של תזרים הכנסות המלון (באלפי אירו):

שנה	2005	2006	לתקופה שעד תום יוני 2007 בפועל	תקציב - 2007
מס' חדרים	218	218	218	218
שיעור תפוסה	78.70%	72.80%	74.80%	75.00%
הכנסה ממוצעת לחדר שהושכר	127.00	139.00	139.11	141.00
הכנסה ממוצעת לכלל החדרים	99.94	101.15	104.04	105.77
גידול בהכנסה לחדר	N/A	1.20%	2.90%	1.70%
<b>חישוב הכנסות והוצאות</b>				
הכנסות מחדרים שהושכרו	7,981.60	8,044.10	4,105.40	8,427.90
הכנסות - חדרי ועדה השכרה	117.2	125.4	69.7	122.4
הכנסות אחרות	540.5	518.9	237.7	495.5
<b>סה"כ הכנסות</b>	<b>11,263.70</b>	<b>11,168.80</b>	<b>5,666.70</b>	<b>11,635.40</b>
<b>סה"כ הוצאות מחלקתיות</b>	<b>(3,693.60)</b>	<b>(3,670.0)</b>	<b>(1,820.10)</b>	<b>(3,670.50)</b>
רווח גולמי	7,570.10	7,498.80	3,846.60	7,964.90
סה"כ הוצאות הנהלה וכלליות (כולל שיווק, תפעול ותחזוקת נכסים ודמי שימוש)	(3,020.10)	(2,954.20)	(1,597.60)	(3,010.60)
הכנסה לפני הוצאות קבועות	4,550.0	4,544.60	2,249.0	4,954.30
סה"כ הוצאות קבועות (קרן תחזוקה, ארנונה וביטוח)	(615.4)	(646.6)	(381.4)	(757.6)
דמי ניהול מרידיאן	269.00	(231.2)	(56.7)	(232.7)
דמי תמריץ מרידיאן	411.50	(195.9)	(89.0)	(206.5)
<b>EBITDA HOTEL</b>	<b>4,615.10</b>	<b>3,471.0</b>	<b>1,721.90</b>	<b>3,757.50</b>
סה"כ הכנסות דמי שכירות חנויות	175.8	149.7	79.0	158.0
<b>TOTAL EBITDA</b>	<b>4,790.90</b>	<b>3,620.60</b>	<b>1,800.90</b>	<b>3,915.50</b>

#### ההלוואה החלה על המלון מקטינה את סך ההכנסה הפנויה מהמלון

על המלון רובצת הלוואה בסך של כ- 297 מיליון ₪ (כ- 52 מיליון אירו) אשר משולמת בשיעורין (ארבעה תשלומי קרן בשנה) עד לחודש ספטמבר 2023 נושאת ריבית המשתנה על פי תזרים המזומנים של המלון (בממוצע נע תשלום הריבית בין 2.2 ל- 2.6 מיליון אירו לשנה), כאשר במועד פרעונה הסופי יתרת סילוק ההלוואה עומד על כ- 40%, לטובת הבנק המלווה ניתן שעבוד בסך של עד 73 מיליון פוריינט על התקבולים מהמלון ועל נכסי חברת אדריאה. להבטחת החזר ההלוואה העמיד מר יולי עופר ערבות בנקאית בסכום של 10.5 מיליון אירו. תשלומי קרן וריבית ההלוואה מקטינים את סך ההכנסה הפנויה מפעילות המלון ובהתאם מקטינים את תזרים המזומנים הצפוי היכול לעמוד לרשות חברת CEE לסך של עד כ- 300,000 אירו לשנה.

## תוצאות הפעילות – מאזן

### נתונים פיננסיים של החברה לאחר העברת פעילות המלון לחברה

להלן טבלת התפתחות נתוני מאזן החברה הכוללת העברת פעילות המלון (באלפי ₪) ונתוני פרופורמה בעקבות גיוס אג"ח של 60 מיליון ₪, אשר יגדילו את החוב ומנגד ישמשו לרכישת נכסי מקרקעין:

		סכום גיוס אג"ח							
		60,000				תוספת נכסים		60,000	
מאזן חברה 31.12.2005	מאזן חברה 31.12.2006	מאזן חברה 31.03.2007	מאזן חברה 30.09.2007	מאזן מלון <sup>5</sup> פרופורמה 30.09.2007	מאזן מאוחד חברה ומלון 30.09.2007	פרופורמה גיוס אג"ח	פרופורמה על נתוני 30.09.2007	נתונים באלפי ₪	
IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	פרופורמה <sup>6</sup>				
1,307	7,362	29,708	77,617	409	78,026		78,026	מזומנים ושווי מזומנים	
39,346	17,439	19,930	28,850	14,609	43,459		43,459	השקעות והלוואות לז"ק	
7,239	22,484	23,382	40,109	31,815	69,825		69,825	לקוחות חייבים ויתרות חובה	
53,980	46,111	57,728	82,645	285	82,930		82,930	מלאי שוטף	
14,968	34,185	47,933	31,500	-	31,500	60,000	91,500	מלאי בלתי שוטף	
376	181,827	238,088	259,612	-	259,612		259,612	נדל"ן להשקעה ורכוש קבוע	
				364,090	364,090		364,090	רכוש קבוע - מלון	
5,893	5,804	6,309	6,405	-	6,405		6,405	הלוואות לז"א	
980	1,007	1,013	1,031	-	1,031		1,031	מסים נדחים	
<b>124,089</b>	<b>316,219</b>	<b>424,091</b>	<b>527,769</b>	<b>411,208</b>	<b>936,878</b>		<b>996,878</b>	<b>סך נכסים</b>	
19,807	51,607	73,953	98,755	8,937	107,692		107,692	אשראי ז"ק ממוסדות כספיים ואחרים	
5,261	11,299	14,782	12,399	3,473	15,872		15,872	ספקים ונותני שירותים	
28,022	27,599	30,987	49,908	7,493	57,401		57,401	זכאים ויתרות זכות	
29,922	37,467	46,607	40,676 <sup>7</sup>	1,533	40,110		40,110	הלוואות מבעלי שליטה	
36,042	4,063	20,134	22,708	-	22,708		22,708	התחייבויות לאחרים	
7,790	160,910	200,145	191,671	288,523	480,194	-	480,194	הלוואות לז"א מבנקים	
			70,545		70,545	60,000	130,545	אג"ח <sup>8</sup> נטו	
-	6,290	8,780	9,042	29,758	38,800		38,800	מסים נדחים	
-	6,362	11,913	12,518	-	20,517		20,517	זכויות מיעוט	
-2,755	10,622	16,790	19,547	71,491	83,039		83,039	הון עצמי	
<b>124,089</b>	<b>316,219</b>	<b>424,091</b>	<b>527,769</b>	<b>411,208</b>	<b>938,973</b>		<b>998,973</b>	<b>סך התחייבויות והון עצמי</b>	

<sup>5</sup> מאזן פרופורמה חברת אדריאה שהינה בעלת המלון.

<sup>6</sup> פרופורמה של איחוד מאזן חברת אדריאה ומאזן חברת CEE.

<sup>7</sup> כ-36 מיליון ₪ מתוך חוב הלוואות הבעלים מהווה הלוואות בעלים נחותות לאג"ח.

<sup>8</sup> במאזן מוצג סכום האג"ח נטו לאחר ניכוי הוצאות הנפקה וניכיון כאשר סכום האג"ח ברוטו שהונפק הינו 81 מיליון ₪.

מאזן חברה 31.12.2005	מאזן חברה 31.12.2006	מאזן חברה 31.03.2007	מאזן חברה 30.09.2007	מאזן מלון פרופורמה 30.09.2007	מאזן מאוחד חברה ומלון 30.09.2007	גיוס אג"ח פרופורמה	גיוס אג"ח פרופורמה על פי אירועים לאחר תאריך מאזן 30.09.2007 <sup>9</sup>	יחסי איתנות באלפי ש"ח
IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	פרופורמה	על פי נתוני 30.09.2007		
40,653	24,801	49,638	106,467	15,018	121,485	121,485	-	יתרת מזומן והשקעות
90,806	277,321	378,322	465,462	400,242	864,171	924,171	-	CAP
63,639	216,580	294,232	388,043	298,993	687,036	747,036	-	חוב פיננסי <sup>10</sup>
22,986	191,779	244,594	281,576	283,975	565,551	625,551	-	חוב פיננסי נטו
70.1%	78.1%	77.8%	83.4%	74.7%	79.5%	80.8%	77.8%	חוב פיננסי ל- CAP
45.8%	75.9%	74.4%	78.4%	73.7%	76.1%	77.9%		חוב פיננסי נטו ל- CAP
21.4%	17.2%	17.8%	13%	17.4%	14.7%	13.8%		הון עצמי זכויות מיעוט והלוואות בעלים נחותות לסך מאזן

#### האחדות פעילות חברת אדריאה מחזקת את יחסי איתנות החברה על ידי הקטנת יחס החוב הפיננסי ל- CAP

על פי נתוני מאזן חברת CEE בלבד ליום 30.09.2007, ללא האחדות פעילות המלון (חברת אדריאה), יחס החוב הפיננסי ל- CAP עומד על כ- 83.4%, האחדות פעילות המלון מחזקת את יחסי האיתנות כך שהיחס נכון למאזן פרופורמה מאוחד ליום 30.09.2007 עומד על כ- 79.5%. גיוס אג"ח נוסף בסך של כ- 60 מיליון ש"ח, ביחס למאזן המאוחד ליום 30.09.2007, גורע מיחסי החוב הפיננסי ל- CAP ומעמיד אותם על כ- 80.8%; יחד עם זאת, מנתוני פרופורמה של החברה בהתייחס לאירועים שחלו לאחר תאריך המאזן ליום 30.09.2007, עומד יחס החוב הפיננסי ל- CAP (לאחר גיוס 60 מיליון ש"ח) על כ- 77.8%<sup>11</sup> וזאת בשל קיטון משמעותי בחוב הפיננסי, בין היתר, כתוצאה מפירעון הלוואה מאת GMF בסכום העולה על 3 מיליון אירו, שחרור פיקדונות מרוכשי דירות בפרויקט Toscana Gardens כנגד חוב לבנק המלווה בסך של כ- 10 מיליון אירו, כמו-כן, החברה התחייבה לשמור על יחס של חוב פיננסי ל- CAP שלא יעלה על 80%.

#### גידול ביחס ההון העצמי לסך מאזן כתוצאה מאיחוד פעילות המלון

כתוצאה מאיחוד פעילות חברת אדריאה למאזן החברה, גדל ההון העצמי באופן משמעותי מסך של 19.5 מיליון ש"ח לסך של כ- 103 מיליון ש"ח (כולל זכויות מיעוט) ובהתאם השתפר במעט היחס בין ההון העצמי וזכויות המיעוט לסך המאזן. הגידול בהון העצמי, נכון למאזן הפרופורמה המאוחד ליום 30.09.2007, מחזק את האיתנות הפיננסית של החברה, כאשר יחס ההון העצמי וזכויות מיעוט בצירוף הלוואות נידחות של בעלי המניות לאחר איחוד המלון עומד על 14.7% לעומת 13% על פי מאזן חברת CEE בלבד. יחד עם זאת, גיוס האג"ח בסך של 60 מיליון ש"ח מרע במעט את יחסי איתנות אלו ומביא אותם לכ- 13.8%.

<sup>9</sup> החישוב מסתמך על נתוני פרופורמה שניתנו על ידי החברה המתייחסים לאירועים לאחר תאריך המאזן ליום 30.09.2007.  
<sup>10</sup> חישוב החוב הפיננסי כולל סך של כ- 4 מיליון ש"ח בגין הלוואות בעלים אשר אינן נחותות לאג"ח וכן סך של 1.5 מיליון ש"ח בגין הלוואות בעלים בחברת אדריאה אשר אינן נחותות לאג"ח.  
<sup>11</sup> החישוב מסתמך על נתוני פרופורמה שניתנו על ידי החברה המתייחסים לאירועים לאחר תאריך המאזן ליום 30.09.2007.

**האחדת פעילות המלון הגדילה את סכום ההתחייבויות הפיננסיות במאזן פרופורמה המאחד את החברה וחברת אדריאה וזאת בשל סכום הלוואה משמעותי הקיים בחברת אדריאה וזאת על אף שיפור ביחס החובל- CAP**

נכון למאזן החברה ליום 30.09.2007 גדל חוב החברה בסעיף ההתחייבויות לז"ק וז"א מבנקים לסך כולל של כ- 290 מיליון ₪ לעומת כ- 274 מיליון ₪ ליום 31.03.07, כך שסך ההתחייבויות של החברה לבנקים גדל בתקופה זו בכ- 16 מיליון ₪, אשר נובע מעליה באשראי לז"ק. האחדת פעילות המלון מעלה את סך ההתחייבויות הפיננסיות במאזן פרופורמה המאוחד ליום 30.09.2007 לסך של כ- 687 מיליון ₪ לעומת כ- 388 מיליון ₪ במאזן החברה בלבד (החוב הפיננסי לא כולל הלוואות בעלים נידחות בסך של כ- 36 מיליון ₪), זאת כתוצאה מהלוואה בסך של כ- 297 מיליון ₪ בגין המלון אשר מהווה כ- 81% משווי המשווער של המלון. יחד עם זאת, תשלומי קרן ההלוואה על המלון חלים על פני תקופה ארוכה, עד תום שנת 2023, ובכך יש בכדי ליצור גמישות פיננסית בהחזר ההלוואה והקטנת הגריעה מתזרים המזומנים אשר אמור לשרת את החברה מפעילות המלון. בנוסף על האמור, לאחר תאריך המאזן ליום 30.09.2007 חל קיטון משמעותי בחוב הפיננסי של החברה, כפי שהוסבר לעיל.

**איחוד פעילות המלון מגדילה את שווי הנכסים הקבועים של החברה אשר מהם ניתן להיפרע בניכוי ההלוואה על המלון**

שווי המלון כנכס קבוע במאזן חברת אדריאה ליום 30.09.2007 הינו כ- 364 מיליון ₪ כאשר על המלון קיימת הלוואה בסך של כ- 297 מיליון ₪, בהנחה שהחברה לא תמנף את ההלוואה על המלון, קיימת יתרת שווי עודף על ההלוואה בסכום של כ- 67 מיליון ₪. בהנחת מימוש שמרנית של המלון, בהתחשב במניות המיעוט בחברת אדריאה (5%), סבורה מידרוג, כי קיימת יתרת שווי עודף של המלון היכולה לשמש ככרית ביטחון לחברה.

**גידול בחברה (לא כולל פעילות מלון) בנדל"ן להשקעה ובמלאי קרקעות**

נכון למאזן ליום 30.09.2007 סעיף הנדל"ן להשקעה ורכוש קבוע גדל בכ- 21.5 מיליון ₪ וסך מלאי הקרקעות (מלאי שוטף ובלתי שוטף) גדל בכ- 8 מיליון ₪. הגידול נובע מרכישת נכס מניב חדש (נכס ב- SKL3) וכן מביצוע שערך של נכסים בסך של כ- 1 מיליון ₪.

**גידול במזומנים ושווי מזומנים אשר משפר את הגמישות הפיננסית של החברה**

נכון למאזן המאוחד של החברה ושל חברת אדריאה ליום 30.09.2007 קיים גידול משמעותי בסעיף המזומנים ושווי מזומנים העומד על סך של כ- 78 מיליון ₪ (מתוכו סך של כ- 77 מיליון ₪ הינו של החברה בלבד) לעומת סך של כ- 30 מיליון ₪ נכון למאזן החברה בלבד ליום 31.03.2007; הגידול בסעיף זה נבע בעיקר מהנפקת אג"ח שביצעה החברה לאחרונה. יתרות נזילות אלו מאפשרות לחברה גמישות פיננסית רחבה בפעילות העסקית, אף בהתחשב בהחזר הלוואות שבוצעו על ידי החברה לאחר תאריך המאזן.



**תוצאות הפעילות – דוח רווח והפסד**

**CEE (מאוחד): תמצית רווח והפסד (באלפי ש"ח)**

חברה	חברה	חברה	חברה	פרופורמה חברת אדריאה (מלון)	מאוחד פרופורמה חברה ומלון	באלפי ש"ח
FY	FY	FQ1-Q3	FQ1-Q3	FQ1-Q3	FQ1-Q3	
31.12.2006	31.03.2006	30.09.2006	30.09.2007	30.09.2007	30.09.2007	
IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
35,946	1,021	31,196	14,926	51,164	66,090	הכנסות
25,067	634	27,323	5,187	25,829	31,016	עלות הכנסות
<b>10,879</b>	<b>387</b>	<b>7,873</b>	<b>9,739</b>	<b>25,335</b>	<b>35,074</b>	<b>רווח גולמי</b>
42,302	-	41,802	1,046	-	1,046	רווח משערוך נדל"ן
6,454	1,481	4,922	2,949	4,625	7,574	עלות מכירות ושיווק
15,949	2,874	11,112	11,148	11,528	22,676	הוצאות הנהלה (כולל פחת)
1,370	6	506	2,450	0	2,450	הוצאות אחרות (הכנסות)
<b>29,408</b>	<b>-3,974</b>	<b>33,135</b>	<b>-5,762</b>	<b>9,182</b>	<b>3,420</b>	<b>רווח תפעולי (הפסד)</b>
-12,894	-3,974	-8,667	-6,808	9,182	2,374	רווח תפעולי ללא שיערוך נדל"ן
4,112	-	0	6,054	-	6,054	רווח ממכירת מניית בחברות מוחזקות
6,923	4,655	9,710	6,523	1,029	7,552	הכנסות מימון
13,884	8,057	10,785	14,025	13,780	27,805	הוצאות מימון
<b>26,559</b>	<b>-7,376</b>	<b>32,060</b>	<b>-7,210</b>	<b>-3,569</b>	<b>-10,779</b>	<b>רווח לפני מס</b>
6,743	-	7,388	737	-	737	מסים על הכנסה (הטבת מס)
<b>19,816</b>	<b>-7,376</b>	<b>24,672</b>	<b>-7,947</b>	<b>-3,569</b>	<b>-11,516</b>	<b>רווח (הפסד) נקי</b>

**גידול בהפסד על פי דו"ח רו"ח כתוצאה מצירוף הכנסות המלון**

הכנסות החברה בדו"ח רו"ח לתקופת תשעת החודשים המסתיימת ביום 30.09.2007 עומדות על כ- 14.9 מיליון ש"ח, צירוף הכנסות המלון מעלה את סך הכנסות החברה המאוחדות לכ- 66 מיליון ש"ח. כמו- כן, נכון ל- 30.09.2007 לחברה הפסד נקי בסך של כ- 8 מיליון ש"ח, כאשר בניכוי רווח משיערוך נדל"ן עומד ההפסד הנקי על סך של כ- 9 מיליון ש"ח. לאחר איחוד התוצאות הכספיות של המלון, גדל ההפסד הנקי ועומד על כ- 11.5 מיליון ש"ח, נכון לנתוני דו"ח רו"ח לתקופה תשעת החודשים המסתיימת ביום 30.09.2007.

## שיקולים עיקריים לדירוג

החברה מהווה זרוע פעילות נדל"ן בתחום היזמות, מניב ומלוואות במרכז מזרח אירופה של איש העסקים מר יולי עופר, בעל השליטה בחברה, הנהנה מניסיון עסקי בינלאומי רב, מגוון ובולט בתחומי הנדל"ן והמלוואות. להערכת מידרוג, למר יולי עופר תרומה ניכרת לפיתוח העסקי של החברה; החברה מרחיבה את עסקי המלוואות שלה אשר מרוכזים בהונגריה בעיר בודפשט, הנהנית מזרם מבקרים עסקיים ותיירותיים ועומדת למזג לפעילותה מלון 5 כוכבים יוקרתי ובעל מוניטין בפועל תחת מותג מרידיאן ובו שיעור תפוסה גבוה; שווי מלון עודף על סך ההלוואה המוטלת עליו היכול לשמש ככרית ביטחון לחברה; בתחום היזמות בוחנת החברה עסקאות במדינות שכנות המתאפיינות בנתוני מאקרו כלכליים פחות יציבים יחד עם פוטנציאל צמיחה גבוה; כניסת החברה לפרויקטים יזמיים בהיקף גדול תוך הגדלת עלויות החברה באופן משמעותי; פעילות החברה בתחום הנכסים המניבים והמלוואות ממתנת באופן חלקי את הסיכון העסקי המאפיין את תחום היזמות שבו מעורבת החברה כיום; לחברה קיימת גמישות פיננסית כתוצאה מקופת מזומנים, אשר עליה יתווסף גיוס האג"ח, היכולה לשמש לרכישת קרקעות חדשות ופיתוח עסקי; תזרים נמוך מפעילות מלון אשר אינה תורמת בצורה משמעותית לגמישות הפיננסית של החברה; צירוף שותפים עסקיים על מנת להקל בהשקעות ההון העצמי הנדרש על ידי החברה בפרויקטים יזמיים; תיק מניב, בהיקף מצומצם יחסית, היוצר הוצאות מימון גבוהות ויחסי כיסוי שליליים; רמת מינוף גבוהה מאוד ערב הגיוס המתוכנן ולאחריו; גידול בהתחייבויות הפיננסיות של החברה כתוצאה ממיזוג פעילות המלון בשל הלוואה הקיימת עליו; החברה מתחייבת לשמור על יחס חוב לקאפ שלא יעלה על 80%.

## גורמי סיכון עסקיים ופיננסיים

### **החברה פועלת להגדלת פעילותה בתחום המלוואות אשר הינו בעל מאפייני סיכון גבוהים יותר מאשר נדל"ן מניב**

על פי האסטרטגיה העסקית של החברה בכוונתה להרחיב באופן משמעותי את נתח פעילותה בתחום המלוואות במרכז ומזרח אירופה וזאת בנוסף על הרחבת יתר תחומי פעילותה. להערכת מידרוג, פעילות התחום המלוואות הינה בעלת מאפייני סיכון גבוהים יותר מאשר נדל"ן מניב. מידרוג מעריכה, כי הגדלת נתח פעילות החברה בתחום המלוואות מגדילה את רמת הסיכון הכוללת של החברה וכפופה לשינויים המקרו כלכליים ולתנודתיות בתחום המלוואות.

בתקופה האחרונה פעילות בניה רבה מופנית לבניית מלונות באזור מרכז ומזרח אירופה מה שעלול להגדיל את כמות היצע המלוונות מול הביקוש ובהתאם להגדיל את סיכון החברה בתחום זה בשל הגברת התחרותיות בענף וגידול ההיצע.

יחד עם זאת, בעל המניות העיקרי בחברה – מר יולי עופר, הינו בעל ניסיון בתחום המלוואות ובעלותו מספר מלוונות נוספים, דבר התורם להפחתת רמת הסיכון של פעילות החברה בתחום זה, כמו-גם, מלון מרידיאן הינו מלון שהיה מספר שנים בבעלות של בעלי מניות החברה והוכיח את פעילותו בתקופה זו, כך שקטנה אף רמת הסיכון החלה על החברה בכל הקשור לפעילות מלון מרידיאן.

### **לחברה צפוי היקף השקעות רחב בפרויקטים יזמיים ללא תזרים חיובי מיידי מהפרויקטים**

החברה פועלת במספר פרויקטים, בין הפרויקטים של החברה הינו הפרויקט בבלגרד (בלוק 26) אשר הינו הגדול ביותר בסרביה ובין הגדולים במזרח אירופה ובמסגרתו יש לשלם תוך מספר חודשים סך של כ- 45 מיליון אירו לידי בעלי הקרקע. סכום זה הינו בהיקף משמעותי ביותר יחסית להיקף פעילות החברה ובשל אופיו אין בו צפי תזרימי מיידי. לדעת מידרוג, ככל שהחברה לא תכניס שותפים נוספים לפרויקט, כי אז, יש בפרויקט זה כדי להוות גורם משמעותי בתזרים החברה זאת על רקע עלויות פרויקטים נוספים שבהן אמורה לשאת החברה. עם זאת, החברה כבר חתמה על מיזכר הבנות לשיתוף פעולה בקשר לפרויקטים אשר מקטינה באופן משמעותי את ההון העצמי שהחברה אמורה להשקיע בפרויקט זה ובפרויקטים נוספים ובהתאם מקטינה את הסיכון ומשפרת את תזרים החברה כתוצאה מתשלום דמי ניהול לחברה בסך של כ- 480,000 אירו לשנה. יתר על כן, אף בכוונתה לפעול להוספת שותפים נוספים לפרויקט בלוק 26.

### **החברה פועלת במדינות ובשוקים מתפתחים הכפופים לשנויים פוליטיים וכלכליים**

פעילות החברה מרוכזת במדינות זרות במרכז ומזרח אירופה אשר הינן מדינות מתפתחות ובהתאם לכך כפופה החברה לסיכונים בשנויים פוליטיים וכלכליים במדינות מתפתחות אלו. אי יציבות פוליטית וביטחונית עלולה להשפיע הן על פעילות בשוק הנדל"ן על מגזריו ( מגורים, נכסים מניבים ובעיקר מלונאות) וכן על השגת מימון לצרכי פעילות זו במדינות אלו. במיוחד בולט הפרויקט בבלגרד (בלוק 26) בסרביה בשל היקף ההתחייבות הגדול החל על החברה.

להלן פירוט דירוג המדינות בהן פועלת החברה:

קרוואטיה	סרביה	מונטנגרו	סלובקיה	הונגריה	
Baa3	BB-	BB	A1	A2	דירוג המדינה עפ"י Moody's או אחר

**ביצוע השקעות חדשות בקרקעות ילווה בעלייה ברמת החוב ובירידה במזומנים לצורך ההשקעות ומימון הפרויקטים. הדירוג ניתן על סמך התחייבות החברה שלאורך כל חיי האג"ח, יחס החוב הפיננסי ל- CAP לא יעלה על 80%**

לאחר הגיוס המתוכנן של האג"ח בסך של כ-60 מיליון ש\$, יחס החוב ל-CAP במאזן פרופורמה המאוחד של החברה והמלון, יעמוד על כ- 80.8% בהתייחס למאזן ליום 30.09.2007, כאשר בהתחשב בפירעון הלוואות לאחר תאריך המאזן משתפר היחס לכ- 77.8%. מידרוג מעריכה, כי בהתחשב בגידול הצפוי בהיקף הפעילות, יתרות המזומנים הגבוהות כיום צפויות לרדת לאחר שישמשו להשקעות חדשות וכן צפוי לחול גידול בחוב בפיננסי למימון הפרויקטים, מצב שיוביל להעלאת יחסי המינוף. לאור זאת, הגבילה מידרוג את יחס החוב הפיננסי ל- CAP שלא יעלה על 80%.

## אופק הדירוג

### גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- עיבוי והרחבת הפעילות תוך שיפור משמעותי באיתנות הפיננסית
- עיבוי וחיזוק תיק הנכסים המניבים

### גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג

- שינויים מהותיים בבעלי המניות ובמבנה השליטה בחברה, ובפרט יציאת מר יולי עופר מהבעלות בחברה או מהמעורבות בפעילותה
- עליה ביחס החוב הפיננסי לקאפ מעל 80%<sup>12</sup>
- חלוקת דיבידנד בהיקפים מהותיים בניגוד למגבלות החלות על החברה
- השקעה גדולה בקרקעות אשר לא מניבות תשואה מיידית
- שינויים מקרו כלכליים במדינות בהן פועלת החברה המשליכים רעה על פעילות החברה
- שינויים כלכליים אשר יש בהם כדי לפגוע בענף המלונאות
- עלויות מס משמעותיות ועלויות משמעותיות אחרות אשר יוטלו על החברה בגין העברת פעילות מלון מרידיאן לחברה, ככל שיחולו

## אודות המנפיק

CBE הינה חברה פרטית אשר הוקמה והתאגדה בהולנד ביום 11 בינואר 2001. החברה פועלת בעצמה ובאמצעות חברות בנות ("הקבוצה") באיתור, ביזום ובפיתוח של הזדמנויות עסקיות בתחום הנדל"ן (מסחר, מגורים ומלונאות) בהונגריה ובשווקים מתפתחים נוספים במרכז ומזרח אירופה. פעילות הקבוצה הינה על רקע הצמיחה הכלכלית המאפיינת את מרכז ומזרח אירופה, בפרט מאז סיום המשטר הקומוניסטי, התרחבות מעמד הביניים, ייצוב הכלכלה והעלייה המתמדת בתוצר הלאומי ובשכר המאפיינת מדינות אלו.

בשנים 2005-2006 הוחלפה הבעלות בחברה ומר יולי עופר רכש את השליטה בה. נכון למועד התשקיף מניות החברה מוחזקות על ידי מר יולי עופר (המשמש כנשיא החברה) ורעייתו 75.1% באמצעות חברות פרטיות בשליטתם ועל ידי מר נמרוד רינות 24.9% באמצעות חברות פרטיות בשליטתו.

<sup>12</sup> חישוב היחסים יעשה בהתחשב באיחוד יחסי של חברות כלולות. יתרת הלוואות בעלים שאינן נחותות לאג"ח יהוו חלק מהחוב הפיננסי.

בחודש פברואר 2008 בכוונת החברה להתקשר באמצעות חברת בת CEE Hotel Holdings B.V אשר הינה בבעלות ושליטה מלאה של החברה בהסכם לרכישת מלוא מניותיהם של מר יולי עופר ומר נמרוד רינות בחברת Adria Palace KFT, בסה"כ 95% ממניות חברת אדריאה ( 90% בבעלות מר יולי עופר ו- 5% בבעלות מר נמרוד רינות) אשר הינה בעלת מלון יוקרתי ובעל מוניטין הפועל תחת מותג מרידיאן בבודפשט הונגריה והמוערך בשווי של כ- 64 מיליון אירו. בתמורה למכירת המניות יוקצו מניות למר יולי עופר ומר נמרוד רינות בחברה כך ששיעור ההחזקות בחברה יעמוד על 76.1% למר יולי עופר ורעייתו ולמר נמרוד רינות 23.9% ממניות החברה, לעומת 75.1% ו- 24.9%, בהתאמה, טרום ההנפקה.


**הגדרות בסיסיות ליחסים פיננסיים**

מושג (עברית)	מושג (English)	הגדרה
הכנסות נטו	Net Income	הכנסות נטו (בניכוי הנחות) מדוח רווח"פ
נכסים	Assets	סך נכסי החברה במאזן
חוב פיננסי	Debt	חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + חבויות בגין ליסינג
חוב פיננסי נטו	Net Debt	חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + חבויות בגין ליסינג-מזומון ושווי מזומן- השקעות לזמן קצר
בסיס ההון	Capitalization (CAP)	חוב + הון עצמי + זכויות המיעוט + מניות בכורה (לפי ערך פדיון) + מסים נדחים
תזרים מזומנים מפעילות	Cash Flow from Operation (CFO)	הגדרה 1- תזרים מזומנים מפעילות שוטפת מהדוח המאוחד. הגדרה 2- תזרים הכולל את כל הפעולות פרט לפעולות השקעה ומימון.

**סולם דירוג התחייבויות**

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וזכורות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מאיכות גבוהה, וזכורות בסיכון אשראי נמוך מאד.	Aa	
התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וזכורות 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 שיפוטה של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וזכורות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וזכורות בסיכון אשראי גבוה.	B	
התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות מעמד חלש וזכורות בסיכון אשראי גבוה מאוד.	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 נמצא באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלו, המצוינת באותיות.



דו"ח מספר: CRCEE0502200860M

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)



אין להעתיק, לצלם, להפיץ או לעשות כל שימוש מסחרי ללא הסכמת מידרוג, למעט לצרכים מקצועיים תוך ציון המקור ו/או לצורך החלטת השקעה.

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 או מכל סיבה אחרת, על כן מומלץ לעקוב אחר עדכונו או שינויו 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, 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. 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