



# CENTRAL EUROPEAN ESTATES N.V.

דו"ח מעקב - ספטמבר 2012

1

מחבר:

נדב גורן, אנליסט בכיר  
[nadav@midroog.co.il](mailto:nadav@midroog.co.il)

איש קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד (חשבונאי) ראש תחום נדל"ן  
[rang@midroog.co.il](mailto:rang@midroog.co.il)



## CENTRAL EUROPEAN ESTATES N.V.

C	דירוג סדרה (Issue)
---	--------------------

מידרוג מודיעה על הורדת דירוג הסדרה המונפקת של חברת Central European Estates N.V (להלן "החברה", "CEE") מ-B3 ל-C. כמו כן, מודיעה מידרוג על הוצאת דירוג האג"ח של החברה מרשימת מעקב.

### סדרת האג"ח הכלולה בפעולת דירוג זו:

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד הנפקה מקורית	ריבית שנתית נקובה	הצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 30.6.12 מיליוני ₪	יתרת שנות פירעון האג"ח
סדרה א'	1107093	אוג-07	7.80%	מדד	119	2012-2014*

\* בתאריך 7.6.2012 הודיעה החברה כי אין באפשרותה לשלם את הריבית וחלות האג"ח המסתכמים בכ- 46 מיליון ₪

ביום 7 ליוני 2012 הודיעה החברה כי לא תעמוד בתשלום הקרן והריבית, המיועדים להתבצע בתאריך 20 באוגוסט 2012. על אף שדירוג החברה ערב ההודעה כבר גילם הסתברות גבוהה ביותר לכשל פירעון, הודעת החברה הפכה הסתברות זו לעובדה מוגמרת ועל כן מידרוג הודיעה עוד באותו יום על הכנסת הסדרה לרשימת מעקב בעלת השלכות שליליות לדירוג.

נכון לדוחות הרבעון השני לשנת 2012, מציגה החברה גרעון בהון העצמי המיוחס לבעלי המניות בחברה של כ- 100 מיליון ₪. ב- 2 לאוגוסט 2012 השלימה החברה הבת - אינוונטק - את מימוש מלון מרידיאן בבודפשט. מימוש המלון, אשר היווה נכס משמעותי בתיק נכסי החברה, הביא לקיטון בהיקף המאזן והחובות ברמת הדוחות המאוחדים, אך לא הביא לשינוי מהותי בהיקף הגירעון בהון העצמי או בנזילות ברמת הסולו של CEE.

מידרוג ביצעה בחינה לגבי נכסי החברה, בהתאם למודל RUN-OFF, המניח מימוש מהיר של נכסים לצורכי שירות החוב. היקף התמורה הצפויה ממימוש הנכסים, בשילוב העובדה כי מרבית נכסי החברה משועבדים, ועל כן התמורה ממימושם תשמש בראש ובראשונה לפירעון ההלוואות המובטחות, מביאים את מידרוג להעריך, כי ההפסד הצפוי לנושים הבלתי מובטחים ובכללם לבעלי האג"ח, בין אם בהסדר ובין אם לאו, לא יפחת מ- 50%, גם בהנחה כי בעלי השליטה בחברה יוותרו על הלוואות הבעלים שנתנו לחברה. לאור זאת, ובהתבסס על מתודולוגיית מודי'ס לקביעת הדירוג בהתאם לשיעור ההפסד המוערך, קובעת מידרוג לאג"ח החברה דירוג C.



\* בתאריך 7.6.2012 הודיעה החברה כי אין באפשרותה לשלם את הריבית וחלות האג"ח המיועדים לפרעון באוגוסט 2012, המסתכמים בכ- 46 מיליון ₪

#### התפתחות התוצאות הכספיות

#### נתוני פיננסים עיקריים (אלפי ₪)

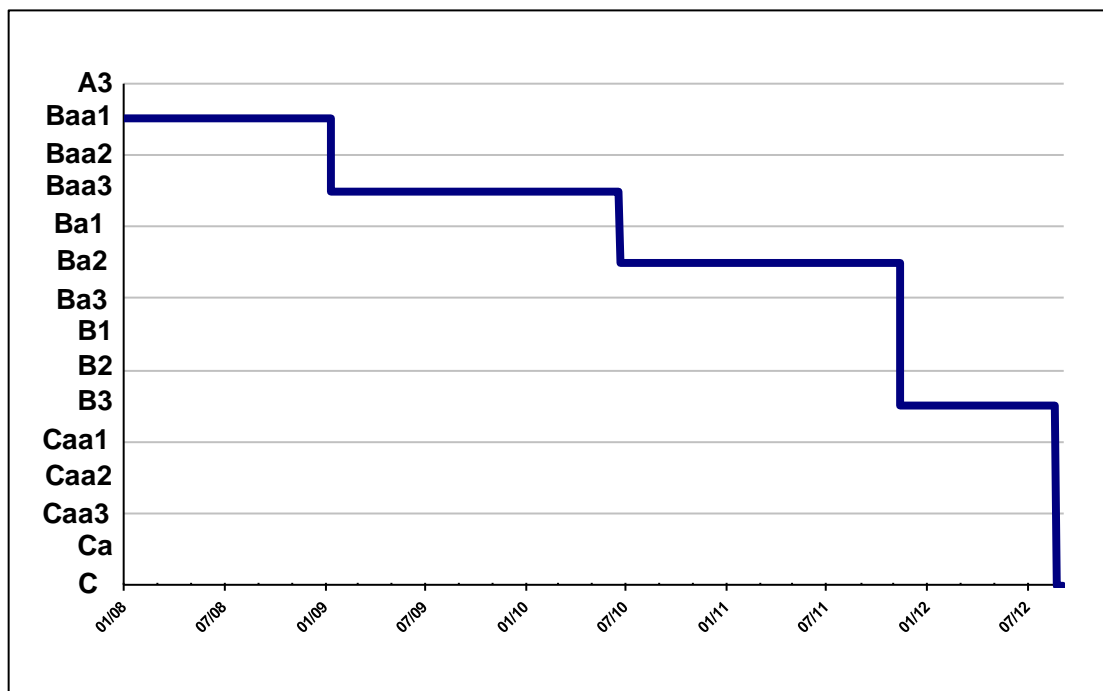
מאחד		מאחד ללא אינונטק*		
31.3.12	30.6.12	31.3.12	30.6.12	
6,435	14,053	1,564	1,586	יתרות נזילות
581,336	355,766	283,203	283,877	חוב פיננסי**
574,901	341,713	281,639	282,291	חוב פיננסי נטו
549,796	285,986	225,998	212,323	CAP
543,361	271,933	224,434	210,737	CAP נטו
-85,740	-100,933	-85,740	-100,933	הון עצמי המיוחס לבעלי המניות של החברה
-52,776	-71,709	-57,413	-71,762	הון עצמי, זכויות מיעוט והלוואות בעלים
630,019	371,900	260,476	257,738	מאזן
106%	124%	125%	134%	חוב ל- CAP
106%	126%	125%	134%	חוב נטו ל- CAP נטו
שלילי	שלילי	שלילי	שלילי	הון עצמי למאזן

\* נתוני הסולו המורחב מציגים את אינונטק כחברה מוחזקת \*\* לא כולל הלוואות שנתקבלו מבעל שליטה

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- קיומם של מקורות חיצוניים לחברה, אשר יאפשרו להגדיל את שיעור החזר החובות לנושי החברה ובכללם למחזיקי האג"ח

היסטוריית דירוג



CEE הינה חברה ציבורית על פי דיני הולנד, אשר הוקמה והתאגדה בהולנד ביום 11 בינואר 2001. החברה פועלת בעצמה ובאמצעות חברות בנות באיתור, בייזום ובפיתוח של הזדמנויות עסקיות בתחום הנדל"ן (מסחר, מגורים ומלונאות) בהונגריה ובשווקים מתפתחים נוספים במרכז ומזרח אירופה. בשנים 2005-2006 הוחלפה הבעלות בחברה ומר יולי עופר רכש את השליטה בה. באוקטובר 2010 השליטה בחברה הועברה לידי פרימיום, חברה שנשלטת על ידי יולי עופר ז"ל ורעייתו רות עופר. עד לפטירתו של עופר החזיקו עופר ורעייתו רות עופר, באמצעות חברות פרטיות בחלקים שווים. נכון למועד הדוח, אחזקותיו של יולי עופר הועברו לרעייתו רות עופר. בעל שליטה נוסף בחברה הינו נמרוד רינות. נמרוד רינות משמש אף כיו"ר דירקטוריון החברה. כיום מחזיקה רות עופר כ- 46.24% (לא בדילול מלא) במניות פרימיום ונמרוד רינות כ-17.21% (לא בדילול מלא) במניות פרימיום. פרימיום מחזיקה למעלה מ- 99% בחברת CEE.

#### דוחות מתודולוגיים:

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

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

דוח מיוחד - [דירוג חוב בהינתן כשל פירעון](#), נובמבר 2009

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

[קישור לדוח הדירוג האחרון מחודש נובמבר 2011](#)

מועד פרסום הדוח: 10.9.2012

**מושגי יסוד**

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	<b>הוצאות ריבית</b> Interest
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	<b>הוצאות ריבית תזרימיות</b> Cash Interest
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	<b>רווח תפעולי</b> EBIT
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	<b>רווח תפעולי לפני הפחתות</b> EBITA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	<b>רווח תפעולי לפני פחת והפחתות</b> EBITDA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	<b>רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה</b> EBITDAR
סך נכסי החברה במאזן.	<b>נכסים</b> Assets
חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	<b>חוב פיננסי</b> Debt
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	<b>חוב פיננסי נטו</b> Net Debt
חוב + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	<b>בסיס ההון</b> Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בציוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	<b>השקעות הוניות</b> Capital Expenditures (Capex)
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	<b>מקורות מפעילות*</b> Funds From Operation (FFO)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	<b>תזרים מזומנים מפעילות שוטפת*</b> Cash Flow from Operation (CFO)
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	<b>תזרים מזומנים פנוי*</b> Retained Cash Flow (RCF)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - דיבידנדים.	<b>תזרים מזומנים חופשי*</b> 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 שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאוד.	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 שיפוטה 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 שיפוטה של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות 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 קטגורית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגורית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגורית 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") 2012.

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. 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 מודייס (Moody's) (להלן: "מודייס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודייס, ואינם כפופים לאישורה של מודייס. בו זממן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודייס, 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.